



CATÓLICA PORTO
ESCOLA DE DIREITO

OPA

A Regra da Não Frustração

Dissertação de Mestrado

Sérgio Bastardinho de Mesquita Dinis

PORTO

junho de 2015



CATÓLICA PORTO
ESCOLA DE DIREITO

OPA

A Regra da Não Frustração

Dissertação de Mestrado em Direito, na Área de
Especialização de Direito das Empresas e dos
Negócios, elaborada sob a orientação da
Professora Doutora Daniela Baptista

Sérgio Bastardinho de Mesquita Dinis

PORTO

junho de 2015

“... a liberdade é o direito a estar errado não o de agir
erradamente...” (Bits & Pieces - Economic Press UK)

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar uma palavra especial de agradecimento à minha Família e Amigos pelo apoio demonstrado ao longo de todo o meu percurso académico.

Aos meus pais pelo sacrifício, a todos os níveis, para que a licenciatura e de seguida o mestrado fossem possíveis. Este é um feito conjunto! No especial período de elaboração desta dissertação um inqualificável agradecimento à minha mãe pela total e incansável ajuda, muitas vezes já cansada pela hora, pelo trabalho ou pela construção e terminologia jurídica que desconhece.

À minha avó e tia pelo acolhimento nesta minha nova terra - o Porto - e pelo apoio incondicional ao longo de toda a minha jornada.

Agradeço igualmente aos meus melhores amigos. À Francisca pela sua longa e inabalável amizade desde os bons velhos tempos da Escola Internacional do Algarve, pela sua sempre presente, embora ausente, companhia, apoio e genuinidade. Ao Marco pela sua força, irmandade e lealdade quase desde a entrada na nova realidade que foi a universidade. Numa altura da vida em que cheguei a um mudo novo, em que deixa para trás os meus pais e a minha casa – bem distantes -, e onde a procura de novos amigos que correspondessem aos elevados parâmetros que se impõe numa amizade, foste o apoio para que pudesse continuar a caminhar ao longo de tanto tempo.

Não posso deixar de agradecer à Escola de Direito do Centro Regional do Porto da Universidade Católica Portuguesa, na qual me licenciiei, por tudo o que me proporcionou aprender, pelo apoio, incentivo ao rigor e excelência que pautam a atuação da Universidade.

Ao Dr. Miguel Brás da Cunha pela compreensão, flexibilidade e conhecimento que proporcionou para que pudesse realizar esta tese de mestrado e ao mesmo tempo realizar todo o trabalho que o escritório exigia.

Por fim um especial agradecimento à minha orientadora, Doutora Daniela Baptista, por toda a disponibilidade demonstrada para que este trabalho fosse possível, bem como por todo o conhecimento e interesse que me transmitiu por esta área.

«Soyons reconnaissants aux personnes qui nous donnent du bonheur ; elles sont les charmants jardiniers par qui nos âmes sont fleuries. »

Marcel Proust

ÍNDICE

SIGLAS E ABREVIATURAS	7
INTRODUÇÃO.....	8
Capítulo I	
Oferta Pública de Aquisição	9
1. Âmbito	9
2. OPA Hostil.....	10
2.1 Finalidades.....	11
2.2 Fragilidades que propiciam o lançamento de uma OPA	13
3. Sociedade Aberta como alvo da OPA	14
Capítulo II	
Deveres dos Membros dos Órgãos de Administração	16
1. Competências	16
2. Deveres dos Membros do Órgão de Administração	17
2.1 Deveres Gerais	18
2.2 Deveres Específicos	19
Capítulo III	
Regra da não frustração.....	22
1. Ratio Legis.....	23
1.1 A problemática dos Conflitos de Interesses	26
2. Objeto mínimo da oferta	29
3. Âmbito Subjetivo.....	32
4. Período da Limitação	35
4.1 Do término da limitação	43
CONCLUSÕES.....	44
BIBLIOGRAFIA	46

SIGLAS E ABREVIATURAS

AG	Assembleia Geral
Al.	Alínea
Art(s).	Artigo(s)
Cfr.	Confrontar
CMVM	Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
CVM	Código dos Valores Mobiliários
Cod1991	Código do Mercado dos Valores Mobiliários de 1991
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DirOPA	Diretiva das OPAs
EM	Estado(s) Membro(s)
N ^{o(s)}	Número(s)
OAd.	Órgão(s) de Administração
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OPA(s)	Oferta(s) Pública(s) de Aquisição
SGPS	Sociedade Gestora de Participações Sociais
ss	Seguintes
v.	Vide
v.g.	por exemplo

INTRODUÇÃO

O objeto do presente estudo centra-se na necessidade de perceber melhor a regra da não frustração e a sua importância, essencialmente em ambiente de OPA hostil, para o regular funcionamento da aquisição do controlo societário – operação também designada por *takeover* -, matéria específica do bom governo das sociedades abertas.

Com a referida regra pretende-se limitar os poderes da administração de uma sociedade, que na pendência de uma OPA, se veem balizados no que toca à adoção de medidas defensivas, devendo-se tomar como ponto de partida a Dir. 2004/25/CE, de 21 de Abril, relativa às OPAs e os princípios de *corporate governance* dispersos por vários diplomas de *softlaw*.

O objetivo a que nos propomos passa por entender o real alcance da norma, as eventuais críticas à atual redação, em confronto com a DirOPA e com o regime de alguns outros EM, bem como as possíveis interpretações e alterações à sua redação.

De modo a alcançar os objetivos mencionados iniciamos a nossa exposição, no Capítulo I, com uma abordagem genérica da temática, que visa perceber em que consiste este mecanismo, com destaque para a OPA hostil e suas finalidades, passando pelas fragilidades que propiciam o lançamento de uma OPA e finalizando com uma breve referência às Sociedade Abertas, por serem as únicas que possibilitam a utilização do mecanismo da OPA.

No Capítulo II, procedemos à análise dos Deveres dos Membros dos Órgãos de Administração, nomeadamente a sua competência, deveres gerais e específicos.

Em seguida, no Capítulo III, centramo-nos na regra da não frustração, tema principal deste trabalho. Começamos com uma breve exposição da norma, passamos pela *ratio legis*, com vista a perceber o que levou o legislador nacional a limitar os poderes do OAd. no decorrer de uma OPA e pela análise da problemática dos conflitos de interesses existentes no período em causa.

Prosseguimos com a análise do objeto mínimo da oferta para que possa ser ativada a regra da não frustração e o âmbito subjetivo, onde analisamos os sujeitos destinatários da norma.

Depois dissecamos o período da limitação da regra, por forma a perceber quando começa, quanto tempo dura e quando termina.

Por fim apresentamos as conclusões decorrentes da elaboração do presente estudo.

Capítulo I

Oferta Pública de Aquisição

1. Âmbito

As OPAs são “propostas dirigidas ao público tendo em vista a aquisição de valores mobiliários¹, através de um processo estabelecido por lei”.²

Nas palavras de Paulo Câmara, na OPA³, ao contrário do que acontece nas emissões “as ofertas de aquisição apelam a uma decisão de alienação de valores mobiliários: visam decisões de desinvestimento”.⁴

Também a DirOPA⁵ no art. 2º/1 al. a) entende por OPA a oferta pública (que não pela sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independentemente de ser obrigatória ou voluntária, com vista a obter ou reforçar o controlo daquela.⁶

Estamos perante uma técnica de concentração empresarial⁷, mediante a aquisição de valores mobiliários, através da qual uma pessoa singular ou coletiva poderá adquirir o controlo societário⁸, em contraposição à compra sistemática dos referidos valores mobiliários em mercado bolsista (*ramassage*), ou ainda à negociação direta com a sociedade alvo de interesse de aquisição.⁹

A oferta pública tem de ser dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados, podendo ser total ou parcial consoante seja lançada sobre a totalidade de ações ou valores mobiliários que deem direito à sua subscrição ou aquisição emitidos pela sociedade visada, ou apenas sobre um leque mais restrito do que o da oferta geral.

¹ Sobre o conceito de valores mobiliários v. (Antunes 2009:7)

² (Câmara 2011:571)

³ Para distinção de OPA, OPV e OPS v. (Câmara 2011:565-576) e (CMVM n.d.)

⁴ (Câmara 2011:571)

⁵ Também conhecida por 13ª Diretiva.

⁶ Para breve noção sobre a tentativa de harmonização do regime das OPAs na Europa, analisando os trabalhos de construção da DirOPA e suas características v. (Hopt 2004), (Cordeiro 2004) e (Couto 2006)

⁷ (Câmara 2011:165) e (Almeida 2013:197)

⁸ Para argumentos a favor e contra esta técnica de aquisição de controlo v. (Garcia 1995:18-20)

⁹ Apenas a compra sistemática das ações em bolsa (*ramassage*) e a OPA permitem a dispensa a intervenção do grupo de controlo, dirigindo-se diretamente ao conjunto dos acionistas da sociedade. (Garcia 1995:14 e 16)

A lei prevê, no seu art. 109º/3 CVM¹⁰, critérios complementares para a distinção entre ofertas públicas e ofertas privadas. A oferta será considerada pública quando dirigida à generalidade dos acionistas de sociedade aberta, sendo igualmente pública quando precedida de contactos com o público.

Como regra adicional à distinção entre oferta pública e privada o legislador oferece um critério quantitativo inserido por este com o Cod1991. Nos termos do art. 109º/3 al. c), a oferta considera-se pública quando dirigida a pelo menos 100 pessoas que sejam investidores não qualificados com residência ou estabelecimento em Portugal.

Do exposto facilmente se retira a existência de uma diversidade de qualificações de OPA, sendo que dedicamos o presente estudo apenas às OPAs hostis¹¹.

2. OPA Hostil

A OPA hostil é aquela que é feita sem o acordo da administração da sociedade visada. O termo hostil resulta da ideia de conflito¹² face à sua rejeição por parte do OAd. da sociedade visada, tratando-se por isso de uma hostilidade não do ponto de vista dos titulares dos valores mobiliários em causa, mas sim dos titulares do OAd..¹³ Não estamos por isso, ao contrário do que poderia parecer resultar do termo, perante uma ideia de hostilidade contra a sociedade alvo.

¹⁰ Todos os artigos adiante citados sem qualquer outra menção são do CVM.

¹¹ Como refere (de Oliveira, Lopes, and e Cunha 2006) a definição de OPA hostil é feita em contraposição com a definição de OPA amigável. Na OPA amigável existe acordo com os acionistas da empresa alvo, na OPA hostil, há ausência de acordo entre os intervenientes, levando a que exista uma subida da cotação das ações da empresa alvo, sobretudo no caso das OPAs hostis.

No entanto, muitas vezes, na prática, torna-se difícil a distinção entre uma compra hostil ou amigável: Uma vez que os anúncios públicos de tentativa de aquisição fazem parte das estratégias de negociação, o problema da distinção entre transação hostil e amigável é complexa. (Schwert apud de Oliveira, et al., 2006, p. 48) (tradução nossa).

Segundo (DePamphilis apud de Oliveira, et al., 2006, p. 48), a OPA pode ser considerada hostil sempre que:

- A oferta implica a transferência do controlo da sociedade visada;
- A forma consista numa oferta pública;
- Não existe o acordo da estrutura de acionistas da empresa alvo.

¹² Nas palavras de (Cordeiro 1998:134) a “ideia de “Hostilidade” de uma tomada joga com a contraposição entre o relevo económico de uma sociedade enquanto ente produtivo – e, **máxime**, enquanto empresa – e o relevo financeiro das suas participações.”, “O relevo financeiro das participações sociais confere às sociedades uma interessante via de financiamento: o recurso ao mercado de capitais.”.

¹³ Ao contrário do que acontece por exemplo nas fusões, em mercado secundário, permite-se a obtenção do domínio da sociedade “alvo”, sem a necessidade de obtenção do seu consentimento.

A hostilidade decorre do ponto de vista dos titulares do OAd., que pretendem manter os seus cargos e que com o sucesso de uma OPA poderão ver os mesmos em risco, com o seu afastamento do órgão por parte do oferente que passa a deter o controlo da sociedade.

2.1 Finalidades

Durante vários anos os interessados na aquisição do controlo societário adquiriam, discretamente, os valores mobiliários pretendidos em bolsa (*ramassage*). Neste processo o interessado no controlo societário adquire pouco a pouco os valores em mercado bolsista, até conseguir perfazer o número de títulos suficientes para possuir o controlo da sociedade visada.

No entanto, esta forma de aquisição de controlo societário possuiu diversos inconvenientes. Trata-se de uma técnica que implica a compra de valores mobiliários de forma prolongada no tempo, a preços que poderão variar, o que torna esta operação numa técnica de variáveis incontroláveis.

As várias compras efetuadas ao longo do tempo, e num espaço temporal insuficiente, poderão fazer com que a pressão sobre os títulos dispare a sua cotação, sendo muitas vezes necessário a venda de alguns títulos para que os mercados possam “acalmar”.

Com a OPA permite-se ao interessado na aquisição dos valores mobiliários dirigir-se diretamente ao detentor dos títulos, através de uma operação única, com custos previamente fixados pelo interessado na aquisição, sem o perigo de insucesso associado ao *ramassage*.

Contrariamente ao processo de negociação, onde os títulos dos acionistas de controlo são pagos a um preço bastante superior ao dos restantes acionistas, conferindo assim o designado prémio de controlo, na oferta pública, sendo um processo que admite a aquisição de ações dispersas todas elas a um preço igual, permite-se que qualquer acionista possa vender os seus valores mobiliários, partilhando o prémio do controlo¹⁴.¹⁵

Com a oferta pública o oferente dirige a todos os titulares de valores mobiliários pretendidos, e nas mesmas condições, uma proposta, tratando todos de forma igualitária,

¹⁴ O princípio da igualdade na repartição do prémio de controlo é uma das finalidades do regime da OPA. É através de mecanismos como as OPAs hostis que se permite, compensando a ausência de controlo pelos acionistas minoritários, a sua saída da sociedade recebendo o valor das suas ações como o prémio de controlo, ou seja, o valor que o oferente teve de desembolsar para conseguir/tentar adquirir o controlo da sociedade visada. (Almeida 2013:198)

¹⁵ (Vaz 2000:24)

permitindo assim o princípio da igualdade entre todos os titulares de valores mobiliários da mesma espécie.

Pretende-se em primeira instância, a tomada¹⁶ de controlo da sociedade visada – *takeover* – o que acarretará, por norma, a mudança da titularidade dos órgãos de administração da referida sociedade.

É precisamente para alcançar este controlo societário - alteração do domínio da sociedade visada - que a OPA incide essencialmente ou exclusivamente sobre ações com direito de voto. Será com estas ações que o oferente, se a OPA for bem sucedida, irá controlar a sociedade visada.¹⁷

No entanto, a OPA não serve apenas para a tomada da sociedade, existindo outras finalidades subjacentes, nomeadamente a aquisição de uma mais-valia, o *greenmail*, uma fusão, eliminação da concorrência ou mesmo a aquisição de um grupo societário.

Como finalidade paralela à aquisição do controlo societário temos a realização de uma mais-valia, onde o oferente pretende adquirir ações da sociedade visada por uma determinada cotação para que futuramente as possa alienar a uma cotação superior à que adquiriu.

Outra das finalidades consiste na aquisição por parte do oferente de uma quantidade considerável de valores mobiliários, permitindo-lhe “coagir” o OAd. da sociedade visada a adquirir esses valores mobiliários a um preço superior ao da sua aquisição, sob a ameaça de lançamento de uma OPA. Esta técnica é conhecida no direito anglo-saxónico como *greenmail*.

A fusão é outra das finalidades das OPAs. Com a fusão da sociedade visada e de uma outra(s) já detida(s) pelo oferente, pretende-se criar uma coordenação entre ambas de forma a gerar uma maior rentabilidade da atividade.

Em penúltimo lugar temos a pretensão de eliminação da concorrência por parte do oferente, que com a aquisição da sociedade visada (concorrente) através do lançamento de

¹⁶ Na conversão de “takeover” para o português jurídico preferimos a utilização da expressão “tomada”, por, tal como (Cordeiro 1994) considerarmos ser a designação que melhor traduz aquela expressão, não obstante algumas precisões no seio do conceito que o autor entende serem necessárias.

¹⁷ Quanto às vantagens desta técnica de aquisição do controlo societário refere (Guiné 2009:19-20) que “As OPA’s foram muito utilizadas especialmente no panorama estudinense como um novo meio de intervir no chamado mercado do controlo acionista e justamente porque se concluiu que uma OPA apresenta determinadas vantagens face a outras formas de aquisição do controlo sobre uma sociedade e/ou sobre os seus activos, podendo assim conseguir ultrapassar a oposição da administração e/ou do grupo acionista de controlo.”

uma OPA, funde-a depois com a sua própria sociedade, ou simplesmente a dissolve e líquida, vendendo todo o seu ativo, obtendo de forma rápida e eficaz um lucro fácil, absorvendo assim a sua clientela ou fatia de mercado.

Por fim, temos a OPA como finalidade de aquisição de uma sociedade dominante, o que resulta na aquisição de todo um grupo societário por parte do oferente.¹⁸

2.2 Fragilidades que propiciam o lançamento de uma OPA

É pacífico que determinadas sociedades são mais vulneráveis ao lançamento de uma OPA do que outras, são as chamadas *sleeping beauty*.¹⁹

Para explicar as razões desta vulnerabilidade, podemos distinguir entre dois tipos de fragilidades que podem levar ao desencadeamento de um processo de uma OPA, por um lado fragilidades económicas e por outro fragilidades jurídicas.²⁰

Fragilidades do âmbito estrutural de uma sociedade, como a sua pequena dimensão – o que se revela num custo de aquisição reduzido para o oferente; a subcapitalização bolsista dos valores mobiliários ou subavaliação dos valores mobiliários da sociedade – o que permite ao oferente a realização de uma mais-valia; a existência de *sleeping partners* – ou seja, acionistas preocupados apenas com a realização de uma mais-valia, a parca distribuição de dividendos - o que aumenta a procura de ganhos por parte dos acionistas através das mais-valias; ou a existência de maus resultados – o que poderá levar a uma alienação maciça das ações conduzindo, por sua vez, a uma baixa de cotação dessas mesmas ações, constituem exemplos de fragilidades económicas que poderão levar a que uma determinada sociedade seja alvo do lançamento de uma OPA.^{21 22}

Quanto às fragilidades de âmbito jurídico existe um conjunto de situações (por exemplo relativas ao tipo societário em causa), sendo mais vulneráveis as sociedades anónimas clássicas, por inexistência do estatuto protetor das sociedades em comandita, as sociedades que não introduziram nos seus estatutos medidas de defesa preventivas²³ -

¹⁸ (Fragoso 2005:9-10)

¹⁹ Designação utilizada na prática americana para tratar as sociedades cujas potencialidades estão adormecidas à espera de um príncipe encantado (*raider*) que as desperte. (Garcia 1995:285)

²⁰ Para descrição das várias situações económicas e jurídicas v. (Fragoso 2005:10-11)

²¹ Cfr. (Fragoso 2005:9-10)

²² Para outras fragilidades conducentes ao lançamento de uma OPA v. (Garcia 1995:285)

²³ Para análise das várias medidas defensivas, em especial sobre a distinção de medidas preventivas e medidas reativas v. (Vaz 2013:139-156). No mesmo sentido, para estudo aprofundado sobre medidas preventivas v. (Cordeiro 1998:135-137) e (Cordeiro 1994:772-775).

conhecidas na literatura anglo-saxónica como *shark repellents*²⁴ - ou as sociedades que não pertençam a setores de atividade protegidos.²⁵

3. Sociedade Aberta como alvo da OPA²⁶

Não podíamos terminar este primeiro capítulo sem uma referência às sociedades abertas²⁷, pela sua importância como emittentes de valores mobiliários por excelência, nomeadamente de ações²⁸, pelo facto de aí encontrarmos os destinatários da regra da não frustração e por serem as únicas sobre as quais recai a possibilidade efetiva do lançamento de uma OPA.

Não existe uma definição unívoca do conceito de sociedade aberta²⁹. O critério para a qualificação desta sociedade é-nos dado pelo art. 13º.

Ao contrário da ideia comumente generalizada de que as sociedades abertas são sociedades cujas participações se encontram cotadas em mercado bolsista (mercado regulamentado), refira-se que estas adquirem automaticamente essa qualidade quando, tendo o seu capital aberto ao investimento público se encontrem numa das situações descritas nas alíneas a) a e) do n.º1 do referido artigo.

Ora para que a sociedade possa ser qualificada como sociedade aberta deverá, antes de mais, ter o seu capital aberto ao investimento público. Seria de esperar que o legislador nos ajudasse com algum tipo de definição sobre o que será de considerar “capital aberto ao investimento público”, mas tal não se verifica.

²⁴ “Todas as medidas defensivas preventivas, porque se destinam a afastar ou a combater as tomadas hostis do controlo societário por parte dos “tubarões”, são vulgarmente conhecidas por repelentes de tubarões ou *shark repellents*.” (Vaz 2013:143)

²⁵ (Fragoso 2005:10-11)

²⁶ A este propósito discute-se na doutrina se, em relação às Sociedades Abertas, estaremos perante um novo tipo societário. Como refere Paulo Câmara, mais precisamente o que está em causa, é saber se face ao regime atribuído a estas sociedades, estaremos perante um sub-tipo societário com características que a distinguem das sociedades anónimas. Para desenvolvimentos desta discussão v. (Câmara 2011:538-541)

Em sentido negativo de um novo tipo societário, v. (Almeida 2013:539), que afirma que estas sociedades são apenas uma modalidade de sociedade anónima com o capital disperso pelo público.

²⁷ Para aprofundamento sobre sociedades abertas v. (Silva 2005:227-250) e (Câmara 2011:495 - 538)

²⁸ É através da aquisição de ações que se permite a obtenção do controlo societário.

Quando alguém ultrapasse os limites de 1/3 e metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social, nos termos do art. 187º/1, o legislador presume que essa pessoa controla a Sociedade.

²⁹ Sobre a noção e consequência do regime aplicável v. (Ribeiro 2007:11-14)

Assim, é através da análise das diferentes alíneas em que a lei entende que a sociedade é considerada aberta que podemos extrair uma clarificação da noção de sociedade com capital aberto ao investimento público.

Capítulo II

Deveres dos Membros dos Órgãos de Administração

1. Competências

Neste ponto não faremos uma análise exaustiva das competências do OAd., limitar-nos-emos a expor de forma sucinta sobre os poderes atribuídos por lei a este órgão³⁰.

Numa análise ao CSC, os arts. 405º e 406º têm como epígrafe “Competência do conselho de administração” e “Poderes de gestão”, respetivamente.

Determina o primeiro preceito que ao conselho de administração compete a gestão das atividades da sociedade, devendo este subordinar-se às deliberações dos acionistas ou às intervenções do conselho fiscal ou da comissão de auditoria nos casos em que a lei ou o contrato de sociedade o determinarem.

Prevê ainda o n.º2 da mesma norma a atribuição exclusiva de plenos poderes de representação da sociedade. Nesta matéria antecipa o art. 408º CSC que os poderes de representação deste órgão são exercidos conjuntamente pelos administradores, ficando a sociedade vinculada pelos negócios jurídicos concluídos pela maioria dos administradores ou por ele ratificados, ou por número menor destes fixado em contrato de sociedade.

Ora nos termos do art. 406º CSC o conselho de administração tem ainda poderes genéricos³¹, podendo deliberar sobre qualquer assunto de administração da sociedade.

A este propósito, olhando agora para o papel dos acionistas, tal significa que estes só poderão deliberar, no que diz respeito a matérias de gestão societária, a pedido do OAd., art. 373º/3 CSC - sendo por isso esvaziados de quaisquer poderes de gestão – em violação, estas deliberações serão nulas nos termos do art. 56º/1 al. c) CSC.³²

Conclui-se, portanto, que “O conselho de administração não só é competente para gerir a empresa social como é o único órgão competente para o fazer”.³³

³⁰ Dever-se-á também ter em consideração a *softlaw* existente em Portugal, nomeadamente a Recomendação II.1.2 do Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013), os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades e o Código de Governo das Sociedades do IPCG. Destes três documentos é possível retirar não só as principais funções do OAd., como concluir que este responderá perante a sociedade e respetivos acionistas, bem como, terá o dever de atuar em defesa dos interesses dos acionistas, devendo paralelamente considerar outros interesses relevantes, nomeadamente dos *stakeholders*.

³¹ A norma elenca um conjunto de poderes do OAd. que tem caráter meramente exemplificativo, não se esgotando os seus poderes nos ali mencionados.

³² Para discussão aprofundada sobre a problemática da articulação entre o art. 405º/1 CSC e 373º/3 CSC v. (Maia 2002:137-169)

³³ (Maia 2002:138)

No âmbito da problemática em análise interessa também destacar os poderes, previstos no art. 406º CSC, que se encontram vedados ao conselho de administração no decurso de uma OPA, nos termos do art. 182º.³⁴

Como mais à frente veremos, estamos perante poderes que poderão: 1) consubstanciar a prática de atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação patrimonial da sociedade; 2) não se reconduzirem à gestão normal da sociedade; 3) ou ser suscetíveis de afetar os objetivos do oferente face a uma OPA.

Atento o art. 406º CSC consubstanciam atos que não se remetem à gestão normal da sociedade as seguintes alíneas: e) Aquisição, alienação e oneração de bens imóveis; f) Prestação de cauções e garantias pessoais ou reais pela sociedade; g) Abertura ou encerramento de estabelecimentos ou de partes importantes destes; h) Extensões ou reduções importantes da atividade da sociedade; i) Modificações importantes na organização da empresa; j) Estabelecimento ou cessação de cooperação duradoura e importante com outras empresas; l) Mudança de sede e aumentos de capital, nos termos previstos no contrato de sociedade; m) Projetos de fusão, de cisão e de transformação da sociedade; n) Qualquer outro assunto sobre o qual algum administrador requeira deliberação do conselho.

Trata-se de atos e poderes de gestão da exclusiva competência do OAd., mas que no decurso de uma OPA poderão ser sujeitos ao crivo da AG para o seu exercício, quando suscetíveis de consubstanciar uma das três situações acima referidas.

2. Deveres dos Membros do Órgão de Administração

Analizadas as competências do OAd. resta-nos debruçar, de forma breve, sobre os deveres dos membros deste órgão, em particular os deveres fiduciários.

³⁴ Distinta desta limitação é a prevista no art. 409º/1 CSC relativa às cláusulas estatutárias e às deliberações sociais limitativas dos poderes dos administradores, sendo ambas inoponíveis a terceiros, vinculando a própria sociedade, mesmo que o terceiro tenha conhecimento das mesmas. Não obstante a validade destes atos e a sua eficácia perante terceiros, tal não impede a responsabilização dos administradores pela violação dos estatutos ou deliberações sociais, podendo haver lugar a indemnização pelos danos causados, salvo se provarem que procederam sem culpa, art. 72º/1 CSC.

2.1 Deveres Gerais

Nos termos do Cap. IV al. A) dos Princípios da OCDE, “Os membros do órgão de administração devem agir com base em informações completas, de boa fé, com a devida diligência e cuidado, e no melhor interesse da empresa e dos seus accionistas.”.

Ora podemos desde logo dividir a referida norma em duas componentes: dever de cuidado ou diligência e dever de lealdade.³⁵

Olhando para a legislação nacional, é o art. 64º CSC que nos fornece os deveres fundamentais dos membros do OAd.³⁶, dividindo o legislador nacional os deveres a observar em dois grupos muito semelhantes aos presentes nos Princípios da OCDE: 1) deveres de cuidado³⁷; e 2) deveres de lealdade^{38, 39}.

Quanto ao dever de cuidado ou diligência, os membros do OAd. estão obrigados a agir com base em informações completas, de boa-fé, com a devida diligência e cuidado. O dever inicia-se, desde logo, com a aceitação do exercício das funções de administrador. Uma vez aceite o exercício da função, o administrador terá o dever de conhecer os assuntos da sociedade, nomeadamente um dever de acompanhar e vigiar a sua atividade (*duty to monitor*) e um dever de obtenção da informação necessária à tomada de decisão, de forma esclarecida (*process due care*).⁴⁰

Devem estes atuar sempre com base no critério de um “gestor criterioso e ordenado”⁴¹ e no interesse da sociedade.

³⁵ “ (...) os deveres gerais de cuidado e lealdade representam fundamentalmente padrões ou “standards” abstratos de conduta que balizam e conformam a actuação geral dos administradores e gerentes no exercício das suas funções; por outras palavras, não dizem “o que” o administrador ou gerente deve fazer em determinada situação, mas fundamentalmente o “modo” como o deve fazer, apenas sendo suscetíveis de concretização, por conseguinte, caso a caso.” (Antunes 2013:327)

³⁶ “O dever de administração abrange todos os administradores, mesmo os não executivos, porque também estes participam nas deliberações do Conselho de Administração e têm uma obrigação geral de vigilância”. (Almeida 2013:267)

³⁷ Ou dever de diligência, que se desdobra, entre outros, num dever de disponibilidade, de competência e de conhecimento da atividade da sociedade. Cfr (Ferreira 2008:8) e (Vaz 2013:125)

³⁸ Este é um dever para com a sociedade, que diz respeito à atuação de acordo com o interesse social de forma a evitar conflitos de interesse. Cfr. (Vaz 2013:128)

³⁹ Na doutrina estudinense para além do *duty of care* e *duty of loyalty* tem sido reconhecido um terceiro dever, um *duty of good faith*. Sobre o tema v. (Eisenberg 2005)

⁴⁰ Para maior desenvolvimento sobre os deveres de cuidado dos administradores v. (Ferreira 2008)

⁴¹ Este é aliás o critério para o cumprimento de todos os deveres, gerais e especiais, ao contrário do que uma interpretação restritiva do art. 64º/1 al. a) poderia sugerir, sendo ele, também, elemento subjetivo de aferição da responsabilidade dos administradores.

Já quanto ao dever de lealdade, exige-se uma atuação em conformidade com o interesse social⁴², evitando possíveis conflitos de interesse. Mas este dever não se alude apenas em relação à sociedade⁴³, operando também a favor dos interesses dos sócios, privilegiando os interesses de longo prazo, e de quaisquer outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, nomeadamente dos *stakeholders* (trabalhadores, credores, clientes)⁴⁴.

Facilmente se percebe a importância deste dever para a temática em causa, na medida em que a limitação dos poderes dos administradores, nos termos do art. 182º, decorre diretamente deste dever fundamental, encontrando-se igualmente previsto no CVM, art. 181º/5 al. d), no âmbito dos comportamentos do OAd. no decurso da oferta.

O dever de lealdade decompõe-se em várias obrigações: 1) de não concorrência com a sociedade (art. 398º/3 e 428º CSC); 2) de não celebração de negócios com a sociedade (art. 397º/1 CSC); 3) de não apropriação de informações internas da sociedade (inside trading) suscetíveis de influenciar o valor de mercado das ações por ela emitidas, de modo a evitar conflitos de interesses (art. 378º e art. 449º CSC); 4) e por último, obrigação de transparência (duty of disclosure) (art.º 447º CSC e art. 244º e ss).

2.2 Deveres Específicos

No decurso de uma OPA os membros do OAd. estão vinculados pelo dever de uma gestão corrente, art. 182º/1. Não estamos pois perante um mero dever de administrar - mais abrangente do que o referido -, na pendência da OPA estes têm de se cingir a uma gestão corrente.

Paralelamente, estão também sujeitos ao cumprimento do dever de igualdade de tratamento dos acionistas.⁴⁵

⁴² Sobre o conceito v. (Almeida 2013:113-119)

⁴³ A doutrina tem defendido a divisão do dever de lealdade em três grandes configurações em termos societários: 1) dos acionistas entre si, nomeadamente dos acionistas majoritários para com os minoritários e vice-versa; 2) dos acionistas para com a sociedade; 3) dos administradores para com a sociedade. Cfr. (Cordeiro 2007:44-45)

⁴⁴ Como refere (Carneiro apud Almeida, 2013, p. 270): “Os administradores devem portanto ser leais a todos: à sociedade, aos sócios, aos credores, aos trabalhadores e aos clientes. Não podem ser «mais leais a uns do que a outros». Se o são, já são desleais”.

⁴⁵ O cumprimento do dever de igualdade de tratamento pode muitas vezes, na prática, ser de difícil observação pelo facto de alguns membros do OAd. serem nomeados ou eleitos por um determinado grupo de acionistas, verificando-se muitas vezes alguma falta de isenção e constrangimento, natural aquando da

Os administradores deverão ainda exercer as suas funções com objetividade e independência face à gestão o que implica que o OAd. seja composto por um determinado número de membros administradores independentes não executivos.⁴⁶

Atente-se que, na pendência da OPA, continuam os membros do OAd. vinculados ao critério do gestor criterioso e ordenado, art. 64º/1 al. a) CSC, bem como, a agir de boa-fé, nomeadamente no que diz respeito à correção da informação e quanto à lealdade do comportamento, art. 181º/5 al. d).

Ainda como corolário do dever de colaboração o OAd., no decurso da OPA e nos termos do art. 181º/5, está ainda vinculado a um conjunto de deveres de informação sobre transações realizadas pelos seus membros, sobre qualquer esclarecimento solicitado pela CMVM, ou dos representantes dos trabalhadores ou, na sua falta, os próprios sobre o conteúdo dos documentos da oferta e do relatório elaborado.

Com o lançamento da oferta os acionistas têm a difícil tarefa de aceitar ou rejeitar a proposta apresentada pelo oferente, recaindo sobre o OAd. o importante dever de não frustração da oferta⁴⁷, como desenvolvimento do referido dever de lealdade e resultado do princípio da informação adequada.⁴⁸

Por fim nos termos do art. 181º/1 e da própria DirOPA (art. 9º/5), a administração da sociedade visada deverá elaborar e enviar ao oferente e à CMVM, bem como divulgar ao público, um Relatório elaborado nos termos do art. 7º sobre a oportunidade e as condições da oferta.

Com este relatório, e tendo em conta os elementos que dele devem constar, previstos no art. 181º/2, pretende-se que os acionistas possam ter elementos que lhes permitam

tomada de decisões. No entanto, estes devem desempenhar as suas funções de forma equilibrada no máximo respeito pela totalidade dos acionistas, de forma a proteger os mais vulneráveis, os acionistas minoritários. No caso de sociedades com capital concentrado, o acionista de controlo terá os poderes para designar os administradores. Neste caso revela-se de extrema importância a existência de administradores independentes, sendo os primeiros, fiduciariamente responsáveis para com a sociedade e os acionistas, incluindo os minoritários. (Vaz 2013:134)

⁴⁶ Sobre a noção, importância dos administradores independentes e sua necessidade face ao sistema societário português, v. (Silva 2005) e (Almeida 2007:153-172)

⁴⁷ Tal como (Vaz 2013:179) preferimos o termo *não frustração da oferta* ao invés de “neutralidade” ou “passividade”, adotada por grande parte da doutrina, pois o OAd. mais do que obrigado a um dever de neutralidade ou passividade encontra-se sobretudo proibido de praticar atos suscetíveis de perturbar ou frustrar o êxito da OPA.

⁴⁸ (Vaz 2013:134)

avaliar, de forma fundamentada e com total conhecimento, a oferta proposta pelo oferente e as consequências que dela possam resultar em caso de sucesso.

Capítulo III

Regra da não frustração

Analizadas as bases necessárias à compreensão da presente matéria, passemos agora à análise da regra da não frustração da OPA (non-frustration rule ou passivity rule)⁴⁹, temática principal do nosso estudo.⁵⁰

Refere Han-Wei Liu⁵¹ que a regra da não frustração é criada para servir um antigo propósito, colocar a gestão de lado quando estejam iminentes ofertas hostis, para que os acionistas possam ter a palavra final sobre o mérito da oferta.⁵²

Contrariamente ao que sucede nos EUA, na Europa a adoção de medidas defensivas é, salvo exceções taxativamente previstas, estritamente proibida.⁵³

Consagra o art. 182º a limitação do OAd. da sociedade visada por uma OPA de praticar atos, suscetíveis de alterar de modo relevante a sua situação patrimonial, que não se reconduzam à gestão normal da sociedade e que possam afetar de modo significativo os objetivos enunciados pelo oferente.⁵⁴

⁴⁹ Também conhecida por dever de neutralidade da administração (board neutrality ou shareholder choice)

⁵⁰ Por oposição à regra da não frustração alguns Estados, dos EUA, possuem a *just-say-no-rule*.

⁵¹ (Liu 2011:6)

⁵² O próprio *City Code* na sua *Section A* estipula que o referido Código está projetado principalmente para garantir que os acionistas da sociedade visada são tratados de forma justa, não lhes sendo negada a oportunidade de decidir sobre o mérito de uma aquisição, e que os acionistas da mesma classe de valores mobiliários têm um tratamento equivalente pelo oferente.

⁵³ Em matéria de OPAs para oposição entre o regime legal norte-americano e o regime europeu, através da análise da lei interna de vários EM, v. (Ferrarini and Miller 2010). No Direito Federal não se impõe qualquer regra de neutralidade ao OAd. de uma sociedade opada, relegando essa tarefa para o Direito de cada Estado Federado, sendo possível verificar em vários Estados um elevadíssimo grau de proteção contra OPAs hostis, dependendo do nível de *lobbying* existente em cada Estado.

⁵⁴ Relativamente às limitações ao OAd. da sociedade visada, prevista na DirOPA, só após intensas negociações que se prolongaram por vários anos, é que os EM conseguiram chegar a um entendimento. Isto porque, havia o receio de que importantes empresas europeias fossem tomadas por predadores internacionais. Houve essencialmente grande debate relativamente a duas normas da diretiva: o art. 9º que impõe a deliberação da AG sobre todas as medidas que se pretenda tomar contra a OPA, exceto a procura de ofertas; e o art. 11º que proíbe a utilização de limitações estatutárias ao direito de voto e aos pactos sobre a transmissão das ações, como medidas anti-OPA.

A solução encontrada foi a de inserir um regime opcional à transposição destas medidas, que poderão ficar sujeitas a uma cláusula de reciprocidade. Desta forma, é possível afastar o regime inibitório quando a sociedade oferente não se encontre sujeita à jurisdição da sociedade de um EM, bem como às suas regras, ou seja, não se encontre dominada por uma sociedade sujeita às regras relativas à não frustração da OPA. (Almeida 2013:201-202)

Discute-se a possibilidade dos administradores poderem interferir no sucesso de uma OPA. A propósito desta discussão surgem duas grandes posições⁵⁵: a primeira defende que o funcionamento do mercado do controlo societário é essencial como efeito disciplinador. Caberá apenas aos acionistas, destinatários da oferta, decidir sobre a mesma e sobre a utilização ou não de medidas defensivas.⁵⁶ Já a segunda defende que perante OPAs dirigidas a sociedades de capital disperso, os acionistas são menos informados, menos interessados em intervir e muitas vezes pressionados para aceitar a oferta, devendo por isso o OAd. ter um papel crucial na defesa dos interesses desses acionistas.

À semelhança do legislador europeu, o legislador nacional optou pela primeira posição, introduzindo a regra da não frustração. É com o lançamento da OPA que os acionistas obtêm toda a informação necessária à autorização ou não da medida defensiva a adotar pelo OAd. Refira-se que, é com base no relatório sobre a oportunidade e condições da oferta, realizado pela administração da sociedade visada e obrigatório nos termos do art. 181º, que os acionistas ficam habilitados a decidir informada e livremente sobre o mérito da mesma.

Aliás, a doutrina tem vindo a referir que “os membros do órgão de administração, na sua tarefa de administrar, não devem interferir nas transacções entre acionistas e oferente no decurso da oferta, ficando tal matéria fora do âmbito do seu mandato de gestão, cujo conteúdo é determinado pela norma do art. 405º/1 CSC”⁵⁷

1. Ratio Legis

Relativamente à *ratio* da restrição do OAd. em sede de OPA destacam-se duas ordens de razão: restrições à sua gestão e restrições às suas intervenções no mercado.⁵⁸

Quanto à primeira, o legislador proibiu o OAd. a partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento da OPA que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria, e até ao apuramento do resultado ou até à cessação, de praticar quaisquer atos suscetíveis de alterar de modo relevante a situação

⁵⁵ v. (Vaz 2013:178)

⁵⁶ Desta forma, o OAd. deve abster-se de adotar medidas defensivas anti-OPA sem autorização prévia da AG. Não se mostra concludente que os acionistas, titulares dos valores mobiliários alvo da oferta, sejam impedidos pelo OAd. de tomar uma decisão de desinvestimento dos seus próprios valores mobiliários.

⁵⁷ (Vaz 2013:186)

⁵⁸ (Garcia 1995:246-253)

patrimonial da sociedade visada, que não se reconduzam à gestão corrente e que possam afetar de modo significativo os objetivos anunciados pelo oferente (art. 182º/1 e 3).

Desta forma quis o legislador garantir que a sociedade visada se mantenha exatamente nos mesmos termos aquando do anúncio preliminar, impedindo que a sua administração possa tomar qualquer decisão suscetível de afetar essa situação.

Existem, no entanto, três exceções aos atos praticados pelos administradores: atos que resultem do cumprimento de obrigações assumidas anteriormente ao conhecimento do lançamento da OPA, ainda que proibidos no decurso da oferta; atos autorizados pela AG convocada exclusivamente para o efeito durante o período da oferta e, por fim, atos destinados à procura de ofertas concorrentes.

No que se refere à segunda ordem de razão, a partir da publicação do anúncio preliminar e até ao apuramento do resultado da oferta, o oferente não pode negociar fora de mercado regulamentado valores mobiliários da categoria dos que são objeto da oferta ou dos que integram a contrapartida (art. 180º/1 al. a)).

A negociação em mercado secundário de valores mobiliários da categoria do objeto da oferta provocaria uma diminuição de títulos no mercado e, consequentemente, do número de títulos suscetíveis de se apresentarem à oferta, limitando a sua probabilidade de êxito.

Por outro lado, teria um segundo efeito negativo, típico do que já vimos para a técnica do *ramassage*, a subida da cotação dos títulos podendo tornar menos atrativa a contrapartida proposta pelo oferente.

Como efeito da limitação subjacente à *ratio* da norma está a própria promoção do fenómeno das OPAs, o que resulta num eficaz funcionamento do mercado do controlo societário.⁵⁹

⁵⁹ Para mais sobre a função da regra da não frustração v. (Davies, Schuster, and de Ghelcke 2010:3-20).

Segundo os autores existem essencialmente dois argumentos contra a eficácia desta regra, são eles o argumento da redundância e o argumento da estrutura acionista.

Relativamente ao primeiro defende-se que a regra da não frustração não viria acrescentar nada às restrições já existentes no sistema legal de cada EM, no que diz respeito aos constrangimentos dos administradores em relação à atuação contrária aos interesses dos acionistas, quando tenham que decidir sobre a adoção de medidas defensivas face a uma OPA. Através de um conjunto de regras específicas e *standards* seria possível, conjuntamente, obter os mesmos efeitos do que a referida regra, acabando no entanto os autores por contrariar esta argumentação.

Quanto ao segundo, argumenta-se que a regra da não frustração não tem qualquer impacto em estruturas acionistas concentradas como as que predominam na União Europeia. No entanto, os autores acabam por o rebater, tal como no primeiro argumento, referindo que a regra poderá promover um efeito disciplinador das OPAs em sociedades de capital disperso, já que neste tipo de sociedade os administradores têm pouco a

A norma visa essencialmente dois grandes interesses⁶⁰: a defesa dos interesses do oferente em não ver frustrada a sua oferta através da criação de barreiras à aquisição do controlo societário, por parte da administração da sociedade visada, que visem perturbar a oferta - o oferente pretende que a sociedade mantenha, tanto quanto possível, a situação que existia aquando do lançamento da oferta e que não sejam criados entraves artificiais ao sucesso da mesma - e a proteção dos acionistas, titulares dos valores mobiliários visados, que poderão querer alienar os seus títulos e consequentemente sair da sociedade, revelando-se principais interessados na boa tramitação do processo de compra e venda.

Não obstante o legislador atende, ainda, a outros interesses ao impor o atual regime de limitação dos poderes do OAd., designadamente a proteção do normal funcionamento do mercado. No caso está subjacente um interesse básico relativo à regulação das OPAs, devendo ser assegurada a clareza e transparência da oferta, por forma a evitar manobras ou conluios tendentes à frustração da mesma.

Por outro lado pretende-se maximizar o efeito coercivo das OPAs como mecanismo disciplinador, resolvendo problemas de agência, amenizando conflitos de interesse e impedindo que a administração da sociedade visada adote medidas defensivas, delimitadoras do referido efeito. Neste contexto, a OPA permite uma substituição das estruturas de gestão, muitas vezes ineficientes, incompetentes e envelhecidas.

Com a norma inibitória o legislador pretende, ainda, alcançar a igualdade dos acionistas destinatários da oferta, permitindo-lhes (minoritários e majoritários), e nas mesmas condições, obter a realização de uma mais-valia e a consequente participação no prémio de controlo, outro dos objetivos da regra.

Como refere João Cunha Vaz⁶¹ a adoção de medidas defensivas por parte do OAd. tem como consequência a constituição de um obstáculo à OPA, dificultando o seu sucesso, criando entraves ao regular funcionamento do mercado societário e consequentemente à

temer face a sócios desorganizados e apáticos. Com esta regra encoraja-se a transferência de controlo com sinergias em sistemas de controlo instável tendo em conta os custos de agência presentes.

Os autores acabam por concluir que o referido efeito disciplinador das OPAs não é mais do que um remédio face aos acionistas apáticos não sendo necessariamente o regime inibitório, o mais desejável em termos de criação de valor para os acionistas.

⁶⁰ De acordo com (Monteiro and de Sá Ano 1 - N.º1 - 1998:448-449) entre os objetivos, direitos ou interesses da posição restritiva do legislador contam-se a igualdade dos destinatários, a realização de mais-valias, a censura dos órgãos dirigentes, a participação no prémio de controlo, a alienação dos títulos, a transparência do mercado de valores mobiliários e, por fim, o interesse do oferente em não ver frustrados por manobras ilícitas ou atuações concertadas os seus legítimos interesses no âmbito da OPA.

⁶¹ (Vaz 2013:187)

responsabilização dos administradores. A diminuição do número de OPAs resultante do referido entrave, causaria nos administradores uma menor pressão sobre a sua *performance*, havendo uma maior desresponsabilização e interesse por políticas de curto prazo – fruto muitas vezes de medidas remuneratórias - ao invés de políticas de longo prazo, inviabilizando a substituição de administradores menos competentes.

Parece-nos claro que não deve ficar a administração da sociedade visada habilitada, direta ou indiretamente, a frustrar a oferta. A inexistência do regime inibitório poria em causa o sucesso das OPAs através da criação, por parte dos administradores da sociedade visada, de barreiras artificiais para que os administradores em funções, ainda que em contradição com os interesses do destinatário da oferta, mantivessem os seus cargos.⁶²

1.1 A problemática dos Conflitos de Interesses

Em matéria de mercados de capitais, para que estes funcionem de forma correta e possa ser transmitido um sentimento de confiança aos investidores deverá imperar uma política de informação adequada (completa, verdadeira, atual, clara e objetiva), nomeadamente no que respeita às circunstâncias financeiras e ativos subjacentes aos valores mobiliários admitidos à negociação da sociedade emitente.

Perante a ameaça de lançamento de uma OPA, estes deveres poderão resultar num conjunto de conflitos de interesses, veja-se: o interesse do oferente em conseguir organizar uma correta avaliação dos riscos inerentes ao investimento que pretende realizar,

⁶² Olhando agora para algumas soluções no seio dos EM, em Inglaterra o *City Code*, na sua *Rule 2.1*, prevê que durante a oferta ou mesmo antes da data da oferta se o OAd. tiver razões para acreditar que uma OPA está iminente, fica proibido de praticar um conjunto de atos, a não ser que estes sejam autorizados pela AG. Entre alguns desses atos encontram-se a venda, disposição ou aquisição de ativos da empresa.

Já aqui ao lado, no sistema espanhol, o *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio*, no seu *artículo 28*, estabelece que desde o anúncio público da OPA e até à publicação do resultado da oferta, os OAd. e direção da sociedade visada, bem como as sociedade em relação de grupo com a sociedade visada ou qualquer sociedade que possa atuar concertadamente com a anterior, deverão obter autorização prévia da AG para a prática de qualquer ato que possa impedir o êxito da oferta, com exceção da procura de ofertas concorrentes.

Em França, sistema ainda mais liberal que o sistema inglês, o *article 3 §1 do Règlement n.º 89/03 de La Commission des Operations de Bourse (COB)* prevê que durante o período da OPA, tanto o oferente como a sociedade visada devem assegurar que todos os seus atos, decisões e informações não têm o efeito de comprometer o interesse social e a igualdade de tratamento ou de informação dos destinatários da oferta. Dispõe o §2 da mesma norma, que se o OAd. da sociedade visada decidir praticar atos que não se reconduzem à gestão corrente deverá informar a autoridade de supervisão para que esta possa controlar a informação a prestar ao público, de forma a que seja conhecida a sua apreciação.

contraposto aos interesses que a sociedade emitente e respetivos acionistas poderão ter em manter determinada informação, relativa às suas atividades confidencial.^{63 64}

No entanto, pode ser difícil estabelecer uma medida de equilíbrio relativamente aos dois interesses: por um lado o interesse dos acionistas em conseguirem o máximo de informação relativa à oferta, de forma a procederem a uma avaliação o mais fiável possível, por outro o interesse da sociedade na manutenção do sigilo de determinada informação ou dos administradores em manter o seu lugar.⁶⁵

De forma a salvaguardar os objetivos do oferente, tendo em conta os referidos conflitos de interesses, a administração da sociedade visada fica impedida da prática de atos que possam por em causa o êxito da OPA.

É verdade que o seu lançamento deverá causar o mínimo de perturbação possível na vida e gestão da sociedade visada, no entanto, também aqui importa proteger os legítimos interesses dos acionistas – v.g. a realização de uma mais-valia – justificando assim a limitação supra. Não nos podemos esquecer que constituindo a OPA um ensejo de negócio para os acionistas da sociedade visada⁶⁶, apenas estes podem pronunciar-se sobre a proposta de aquisição sem que exista qualquer intervenção por parte do OAd..

Refira-se que também a atribuição do poder de aprovação aos acionistas, em sede de AG, gera um de conflito de interesses entre acionistas majoritários e minoritários.

Em sociedades de capital fortemente concentrado cabe aos acionistas majoritários um lugar no OAd., ou pelo menos, o direito de nomear um administrador da sua confiança, revelando-se também aqui importante o dever de “neutralidade” dos administradores. No entanto, face ao poder atribuído à AG na pendência de uma OPA, relegando aos acionistas o poder de deliberar a adoção ou não de medidas defensivas, possibilita-se que estes

⁶³ (Vaz 2013:180)

⁶⁴ Para mais sobre a problemática dos conflitos de interesse v. (Liu 2011:7-10). Diferencia o autor, com base no Professor Bebchuk, entre problemas de agencia *ex ante* e *ex post* em relação à OPA.

⁶⁵ Conflito diferente é o do próprio oferente, aquando da OPA, que é simultaneamente acionista da sociedade visada, e que com a pretensão de aquisição de participações da sociedade pode dar prevalência aos seus interesses de curto prazo, imediatos, em detrimento dos seus interesses de longo prazo. Para além do mais, pretendendo votar em AG para efeitos do art. 182º/3 al. b), o seu voto será obviamente influenciado pela intenção de ele próprio “vencer” a OPA. No entanto este é um conflito de interesses entre o oferente/acionista e os acionistas de controlo da sociedade visada e não com a sociedade em si ou com os seus interesses sociais. Neste caso, nem estará impedido de votar em AG para efeitos de deliberação das medidas defensivas. No mesmo sentido (Guiné 2009:208).

⁶⁶ Perante a oferta da sociedade oferente, os acionistas terão duas hipóteses: ou decidem vender, realizando uma mais-valia a curto prazo, ou em alternativa mantêm as suas ações por forma a realizar, eventualmente, uma mais-valia superior a longo prazo.

tomem decisões demasiado onerosas para os interesses dos acionistas minoritários, nomeadamente em matéria de acesso ao prémio de controlo.⁶⁷ Relembre-se que sobre os acionistas não recai qualquer dever fiduciário.

Numa outra vertente temos a problemática dos conflitos de interesses relativos aos titulares dos órgãos de administração, que podem sentir-se compelidos a aceitar uma oferta vantajosa, mas hostil, ou ao percecionarem a sua situação ameaçada (cargo ou condições de exercício, v.g. remuneração) a tomarem medidas defensivas com o objetivo de frustração da OPA.⁶⁸

Como regra base na sua atuação enquanto gestores de interesses alheios, os administradores não devem guiar-se por interesses próprios. Neste tipo de operações deverão desinteressar-se, a favor dos interesses dos acionistas, destinatários da oferta, da composição acionista da sociedade, devendo ter como única e exclusiva preocupação o cumprimento do seu dever de administrar.⁶⁹

Também por esta razão se justifica a limitação do OAd., na pendência da oferta, à gestão corrente, garantindo que o mesmo atua nos interesses dos acionistas.⁷⁰ Esta limitação é sem dúvida o corolário do dever geral de lealdade. Pretende-se assim acautelar não só os interesses dos acionistas, mas também os interesses do oferente.⁷¹

Nos termos desta questão de *corporate governance* é de extrema importância a mitigação dos problemas de agência através do acompanhamento e monitorização da gestão dos administradores⁷². Deseja-se com a progressiva separação entre propriedade e

⁶⁷ Nesta situação resta aos acionistas minoritários a proteção atribuída pela organização de uma minoria de bloqueio (dada a maioria qualificada exigida por lei para alterações estruturais da sociedade – enquanto medidas defensivas – prevista no art. 182º/4 al. b)), ou requerer a suspensão da deliberação social em contraposição com o direito a intentar uma ação de responsabilidade em relação aos membros da administração por violação de deveres fiduciários, o que se poderá revelar de difícil sucesso.

Cfr (Vaz 2013:189)

⁶⁸ Como refere (Guiné 2009:130) há que ter, no entanto, atenção às circunstâncias próprias do administrador em causa, nomeadamente a proveniência da maior parte dos seus rendimentos pessoais, o termo do seu mandato e eventual renovação, no impacto que o sucesso da OPA terá ou não na sua esfera pessoal.

⁶⁹ (Guiné 2005:25)

⁷⁰ Nesta linha de raciocínio a DirOPA prevê, no seu art. 3º/1 al. c), que o OAd. se encontra proibido de impedir os titulares de valores mobiliários de decidirem sobre o mérito da oferta, devendo agir no interesse da sociedade no seu conjunto. Desta forma fundem-se dois deveres dos membros do OAd., o dever de atuar no interesse dos acionistas e o dever de se abster de frustrar a oferta.

⁷¹ Em especial aquando de uma OPA hostil, em que por falta do acordo da administração da sociedade visada não é de esperar uma atitude de neutralidade por parte do OAd. na pendência da oferta.

⁷² Sobre a importância da monitorização dos administradores v. (Cornelli, Kominek, and Ljungqvist 2012)

controlo que os administradores (agentes) prossigam os interesses dos acionistas (principais).⁷³

Nesta matéria revela-se de especial interesse o papel dos administradores independentes.⁷⁴ Deve a administração ser composta por administradores internos (executivos) e externos (independentes, não executivos), cabendo aos segundos fiscalizar e avaliar os primeiros.⁷⁵

Principalmente em sociedades de capital extremamente disperso, os acionistas não dispõem de conhecimentos, disponibilidade ou mesmo condições de controlo da gestão e *performance* dos administradores.

Cabe aos administradores independentes preencher o vazio criado entre os acionistas (desinformados) e os administradores executivos, através do controlo da sua gestão, mas não só. Em sociedades controladas por acionistas maioritários existem conflitos de interesses entre estes e os acionistas minoritários, cabendo então aos administradores independentes fazer a ponte entre maioritários e minoritários, zelando pelo interesse dos últimos.⁷⁶

2. Objeto mínimo da oferta

Nos termos do art. 182º/1 impõe o legislador a limitação dos poderes dos administradores apenas a ofertas que incidam sobre mais de 1/3 dos valores mobiliários da respetiva categoria.

Daqui se infere que esta limitação abrange as OPAs em que os administradores veem os seus cargos em risco devido à quase certa alteração do controlo societário, o que pode

⁷³ Face aos conflitos de interesses que se possam vir a verificar entre os membros do OAd., a própria sociedade e os acionistas, como forma de regular e minimizar estes conflitos deverão ser criadas regras internas que ajudem a regular o conteúdo previsto nas normas relativas aos deveres fiduciários.

⁷⁴ O art. 414º/5 CSC prevê um critério de independência. Também a CMVM já previa uma definição de independente, aliás mais detalhada que a do CSC, no art. 1º do seu Regulamento n.º 10/2005, que se mantém em vigor. O ponto comum entre ambas as definições é o facto de o administrador independente não poder estar associado a qualquer grupo de interesses específicos da sociedade. Não se define no entanto “grupo de interesses específicos na sociedade”.

⁷⁵ “Os administradores independentes são oriundos da prática e do direito norte-americano, num sistema de Corporate Governance que pode ser descrito do seguinte modo: um predomínio de sociedades de titularidade fragmentada, com uma pluralidade de pequenos accionistas em que nenhum se assume como dominante; um órgão de administração (o ‘board’) assente numa estrutura claramente monista e muitas vezes afastado da gestão corrente, diária, da Sociedade; a ausência de um órgão especificamente dedicado à fiscalização das actividades sociais.” (Silva et al. 2007)

⁷⁶ Para aprofundamento da temática dos administradores independentes v. (Silva et al. 2007) e (Silva 2005)

provocar resistências ao sucesso deste mecanismo, tornando-se necessário salvaguardar os interesses dos acionistas, especificamente dos minoritários aos quais se pretende garantir igualdade de tratamento, nomeadamente no direito ao prémio de controlo e direito de saída da sociedade, mediante venda das suas ações.

Face ao disposto no art. 173º/3, refira-se que nas OPAs lançadas apenas sobre valores mobiliários que não sejam ações ou valores mobiliários que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição, não existe atribuição de poder de voto, alteração ou aquisição da posição de controlo, pelo que não faz sentido a imposição da referida regra.

Vários autores questionam, no entanto, a suficiência do critério quantitativo previsto no art. 182º/1 – não exigível na anterior redação do art. 575º/1 - na proteção dos interesses dos acionistas, pois como vimos anteriormente, em sociedades de capital extremamente disperso, onde os acionistas se encontram desligados da vida societária, facilmente se pode obter o controlo de facto⁷⁷ com percentagens de capital inferior a 1/3 do capital social previsto, fazendo também sentido, neste caso, a aplicação da regra inibitória.^{78 79}

Atente-se nos seguintes exemplos⁸⁰: um oferente que lance uma oferta sobre uma quantidade de valores mobiliários de 1/3 de ações da sociedade visada menos uma, poderá efetivamente adquirir o controlo da sociedade, não obstante não se produzirem os efeitos inibitórios do art. 182º/1. Noutro caso, um oferente que já possua um conjunto de ações com direitos de voto na sociedade visada, para adquirir o controlo societário basta que adquira um número inferior a 1/3 de ações e, mais uma vez não se produzem os efeitos inibitórios. Por fim, e olhando para a definição de categoria, prevista no art. 45º, podemos ter várias categorias de ações e todas elas com direitos de voto. Assim, 1/3 de uma determinada categoria de valores mobiliários poderá representar um valor bastante inferior a 1/3 dos direitos de voto e, ainda assim, produzem-se os efeitos limitativos em análise.

⁷⁷ Quanto às chamadas maiorias de facto nas AG, em virtude da dispersão de capital da sociedade, v. (Antunes 1993:406-408).

⁷⁸ (Vaz 2013:197)

⁷⁹ Neste sentido (Guiné 2009:142-144) defende que a solução adotada na transposição da norma deveria ter sido a que se encontra na DirOPA, que não impõe qualquer requisito quantitativo, estabelecendo apenas que a oferta se deverá dirigir à aquisição do controlo. Assim não sendo, deverá ser feita uma interpretação teleológica para alargar ou restringir o âmbito da norma, apresentando vários exemplos.

Também (Pereira 2000:192-193) tem sérias dúvidas quanto ao critério estabelecido de um terço de valores mobiliários da mesma categoria. Como refere o autor, quando uma OPA é lançada sobre uma pequena quantia de capital social, tal OPA também pode permitir o controlo de facto da sociedade. O mesmo acontece quando a OPA tenha por objeto outro tipo de valores mobiliários que não ações.

⁸⁰ (Guiné 2009:142-143)

Muitos outros exemplos se poderiam dar de “ineficiência” e despropósito do atual limite quantitativo.

Caracterizando-se a OPA como um instrumento de obtenção de controlo societário, e tendo em conta a própria coerência sistemática do CVM, acompanhamos em parte as dúvidas da doutrina⁸¹ e o entendimento de que fará sentido uma alteração da norma, nomeadamente na expressão “que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria”, afastando-se o critério quantitativo e adotando a linha do legislador europeu (art. 2º/1 al. a) DirOPA), ou pelo menos, a manter o critério de um terço, que se siga um critério do tipo do art. 187º/1, incidindo o referencial sobre “mais de um terço dos direitos de voto correspondentes ao capital social”, ou então como refere Orlando Guiné⁸² que a “ (...) OPA vise a “aquisição” pelo oferente de mais de um terço de tais direitos de voto”.

O que se pretende é abranger também os casos em que apenas exista uma intenção de aquisição de controlo, independentemente de ser adquirido ou não um terço dos direitos de voto.

Será necessário apurar qual a verdadeira intenção do oferente, ou seja, se realmente revela verdadeira intenção de assumir o controlo da sociedade com a consequente aquisição dos direitos de voto. Na hipótese de total ausência de um critério quantitativo, de que discordamos, bastará esta mera intenção para se justificar uma inibição dos poderes da administração, estando a sociedade visada protegida pelo art. 182º/5, responsabilizando o oferente pelos danos causados à primeira pela sua sujeição ao regime inibitório⁸³.

Refira-se a complexidade de, caso a caso, apurar qual o valor percentual de direitos de voto suficiente para atribuição do controlo efetivo da sociedade, o que ficaria facilitado com o limite de 1/3, mas nos termos já referidos da norma do art. 187º/1.

Não se pode descurar que a previsão de 1/3 de valores mobiliários oferece um grau de certeza jurídica na aplicabilidade da norma, exigível ao mercado de valores mobiliários⁸⁴, que o seu afastamento poderia dificultar.

⁸¹ (Vaz 2013:197), (Guiné 2009:142-144) e (Pereira 2000:192-193)

⁸² (Guiné 2009:144)

⁸³ O alcance prático, que não se encontrava no Cod1991, é de todo bastante duvidoso, na medida em que a prova de intenção do oferente em colocar a sociedade visada numa situação de inibição é bastante difícil.

⁸⁴ Com a inserção de um critério quantitativo estão os diversos agentes do mercado aptos, a com rigor, saber a partir de que quantidade a inibição de poderes produz os seus efeitos. Cfr. (Guiné 2009:142)

Admitimos por fim o efeito dissuasor da norma, ao estabelecer um critério quantitativo de manobras abusivas por parte de supostos oferentes, nomeadamente a colocação propositada da sociedade visada em situação de inibição com o intuito de a lesar. Este limite vem exigir ao oferente um elevado esforço financeiro, o que permite a redução do risco de uma OPA com o mero objetivo descrito.

3. Âmbito Subjetivo

No âmbito subjetivo importa saber quem são os destinatários da norma e, por conseguinte sujeitos ao regime inibitório.

Analisado o art. 182º retiramos, numa primeira análise, que serão destinatários da limitação os emitentes dos valores mobiliários objeto da OPA, ou seja a sociedade visada.

No entanto questiona-se se não estarão também sob a incidência da norma as sociedades que com a sociedade visada pela oferta estejam numa relação de grupo⁸⁵, enquanto relação de infra/supra ordenação (grupos de domínio total⁸⁶ e contratos de subordinação⁸⁷). Ou seja, perante uma relação hierárquica de dependência dominante/dominada e subordinante/subordinada, em que cabe na esfera de direitos das primeiras (dominante e subordinante), o direito de dar instruções (art. 503º CSC).

Segundo João Cunha Vaz⁸⁸ os atos de gestão praticados pela sociedade visada com reflexos na sociedade por essa dominada ou participada estão também sujeitas às limitações decorrentes do art. 182º/1.⁸⁹

Questão diversa é saber se também existe subordinação dos administradores das referidas sociedades à regra da não frustração.

⁸⁵ A saber trata-se das sociedades totalmente dominadas, por domínio total inicial ou superveniente (art. 486ºss CSC), ou das subordinadas (art.493ºss CSC).

⁸⁶ Nos termos do art. 21º/1 (em sintonia com o art. 486º CSC), considera-se relação de domínio a relação entre uma pessoa singular ou coletiva (dominante) e uma sociedade (dependente) quando aquela pessoa exercer, direta ou indiretamente, uma influência dominante, nomeadamente quando, nos termos do nº2, a) disponha da maioria dos votos, b) possa exercer a maioria dos direitos de voto, nos termos do acordo parassocial, ou c) possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos OAd. ou fiscalização. O nº2 deste preceito é uma enumeração meramente exemplificativa, podendo por isso existir outros casos de relação de domínio.

⁸⁷ Nos termos do art. 493ºss CSC

⁸⁸ (Vaz 2013:200)

⁸⁹ No âmbito do sistema jurídico espanhol o legislador prevê diretamente no *artículo 28 n.º 1* do *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio*, a sujeição ao regime inibitório das sociedades pertencentes ao grupo da sociedade visada.

Sucedem que muitas das sociedades visadas são SGPS, cotadas em bolsa, e que controlam um conjunto de outras sociedades. Desta feita, existe uma enorme preocupação não só quanto aos atos da SGPS, mas também dos atos das sociedades por esta controlada que podem igualmente frustrar a oferta em curso através da alteração, de forma indireta, da situação patrimonial da empresa, inviabilizando os objetivos do oferente expostos no anúncio preliminar.

Atente-se, no entanto, no facto de o art. 182º não fazer qualquer referência relativamente às sociedades em situação de influência dominante pela sociedade visada, referindo-se sempre e apenas a sociedade visada.⁹⁰

Desta forma, deveremos atender à *ratio legis* da norma que impõe a tutela dos interesses dos titulares dos valores mobiliários em causa, destinatários da oferta, na salvaguarda do êxito e dos objetivos do oferente, publicitados através do anúncio preliminar.

Na relação de domínio total ou contrato de subordinação o interesse social da sociedade dependente/subordinada coincide com o interesse da sociedade dominante/subordinante, encontrando-se as segundas habilitadas a dar instruções nos termos do art. 503º CSC.

Parte da doutrina considera como solução a adotar o alargamento da regra inibitória, através de interpretação teleológica, às sociedades controladas pela sociedade visada, de forma a salvaguardar os interesses do oferente, que pretende manter o mais inalterada possível a situação patrimonial da sociedade tal como se encontrava aquando do lançamento da oferta.⁹¹ De outra forma, o facto de estas sociedades não se encontrarem sujeitas ao regime inibitório, poderia propiciar a que praticassem atos suscetíveis de frustrar a oferta.

Importa no entanto referir que não existe nestas situações uma aplicação do regime inibitório às sociedades dominadas,⁹² já que o destinatário da norma é apenas a sociedade

⁹⁰ Contrariamente ao regime português, o legislador espanhol, no artículo 28 n.º1 do Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio e art.º 60 bis n.º1 §1 da Ley del Mercado de Valores, refere expressamente que as limitações impostas à sociedade visada no decurso de uma OPA também se aplicam às sociedades que com a sociedade visada estejam em relação de grupo.

⁹¹ No sentido de aplicabilidade do regime inibitório às sociedades em relação de grupo v. (Vaz 2013:202), (Guiné 2009:180-181), (Câmara 2011:590) e (Pereira 2000:189-190)

⁹² v. (Pereira 2000:191)

visada. Sendo a limitação aplicável à sociedade dominante, dessa aplicação deverá resultar uma instrução de não atuação para além dos limites impostos pela norma inibitória.

Situação inversa é a das sociedades em mera relação de domínio simples em que apesar das dominantes possuírem o controlo das dependentes, não possuem poderes de gestão que são atribuídos a um OAd. independente dos acionistas que o elegeram ou designaram, estando proibida qualquer ingerência por parte da dominante na dominada (art. 486º CSC). A violação por parte dos administradores dos seus deveres fiduciários, mediante o acatamento dos interesses da dominante em detrimento dos interesses da dominada, expõe os administradores a uma situação de responsabilidade civil por violação de deveres funcionais.

Nestes casos entendem os autores que temos vindo a acompanhar que, ainda que a sociedade se encontre numa relação de domínio qualificado⁹³, em que de facto podemos encontrar uma situação de ingerência, não se poderá estender através de interpretação teleológica a limitação prevista no art. 182º, sob pena de estarmos a conferir um efeito de relação de grupo a situações que o legislador assim não pretendeu.⁹⁴

Desta forma, para as situações de domínio simples, por via da não aplicação do regime inibitório, o mais seguro para o oferente, de forma a evitar que a administração da sociedade dominada pela sociedade visada possa praticar atos prejudiciais aos interesses do oferente e suscetíveis de frustrar o sucesso da oferta, será mesmo o lançamento de uma OPA também sobre a sociedade dominada pela sociedade visada, podendo sujeitar inclusive a aquisição das participações da dominada ao sucesso da oferta sobre a dominante.^{95 96}

⁹³ Nos casos em que não existe a estrutura prevista no art. 486º CSC, mas em que existe um exercício instruindo por parte de uma sociedade a outra, estamos perante uma realidade a que se pode chamar de domínio qualificado. v. (Guiné Ano 66, I, 2006:301)

⁹⁴ No sentido da inaplicabilidade do art. 182º às sociedades em relação de domínio simples v. (Guiné 2009:181-182), (Câmara 2011:590), (Fragoso 2005:27) e (Pereira 2000:191) que afirmam que numa mera relação de domínio simples estamos perante a aplicação do regime geral, ou seja “(...) os membros do OAd. da sociedade dominada estão expostos à emergência de situações de responsabilidade civil por violação dos seus deveres funcionais se, perante uma situação concreta, atenderem aos interesses da sociedade dominada, tendo em conta aqueles correspondentes aos seus sócios e trabalhadores”.

⁹⁵ v. (Vaz 2013:204) e (Guiné 2009:182)

⁹⁶ Atente-se a OPA da SONAE sobre a PT, onde o oferente lançou, como meio de proteção, uma OPA também sobre a PTM impondo, desta forma, os mesmos efeitos limitativos que recaem sobre a PT, impedindo que a administração da PTM praticasse atos que pudessem prejudicar o sucesso da OPA sobre a PT, nomeadamente mediante alienação de património importante da sociedade (*sale of crown jewels*).

4. Período da Limitação

Exposto o essencial da regra inibitória – regime, *ratio legis*, âmbito objetivo e subjetivo - importa agora entrar no âmbito do período de limitação da norma, por outras palavras, quando se inicia e cessam os efeitos da limitação imposta aos administradores.

Nos termos do art. 3º al. f) da DirOPA a sociedade não deverá ser perturbada no exercício da sua atividade para além do período razoável em razão da oferta, o que implica definir com rigor qual o período da limitação.⁹⁷

Relativamente a esta matéria têm de se equilibrar dois interesses: por um lado os interesses dos acionistas enquanto detentores dos valores mobiliários alvo da oferta e por outro os interesses do oferente que pretende ver cumpridos os seus objetivos (expostos no anúncio preliminar) e consequentemente o sucesso da oferta, importando para este último grupo de sujeitos que a limitação se inicie o mais cedo possível.

Estabelece a DirOPA, no seu art. 9º/2 §2 *in fine*, que o OAd. ficará limitado nos seus poderes pelo menos a partir do momento em que recebe a informação da decisão de lançamento, proporcionando que os EM possam impor a antecipação do momento em que se inicia a produção dos efeitos da norma, dando como exemplo o momento da tomada do conhecimento da iminência da oferta⁹⁸.

Foi precisamente com base nesta abertura da Diretiva que o legislador português alterou a anterior redação da norma do art. 575º/1, que estabelecia que o OAd. ficaria limitado nos seus poderes a partir do recebimento do anúncio preliminar até à publicação do resultado da oferta ou, se fosse caso disso, até à cessação, em momento anterior.⁹⁹

⁹⁷ (Vaz 2013:205-206)

⁹⁸ Esta solução do legislador europeu de antecipar o momento da produção de efeitos da limitação ao anúncio da oferta está aliás em sintonia com o previsto na *Rule 21 n.º 21.1 §1 do City Code*. No entanto esta norma é ainda mais exigente ao restringir o OAd. antes mesmo do anúncio preliminar, ficando este limitado a partir do momento em que se verifiquem indícios ou razões suficientes (de boa fé) de que está iminente o lançamento de uma oferta. Já o legislador europeu impõe o momento anúncio da oferta, dando depois possibilidade que os EM possam antecipar esse momento.

⁹⁹ Ao olharmos para o regime legal italiano constatamos que o *Testo Único della Finanza no seu articolo 104* consagra uma redação idêntica à existente na anterior redação portuguesa. Salvo autorização, as sociedades italianas cujos valores mobiliários estejam abrangidos pela oferta, deverão abster-se de qualquer ação que possa prejudicar a oferta. Essa obrigação aplica-se a partir da notificação do anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, ou até que essa expire.

Também em Espanha, o *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio*, no seu *artículo 28*, estabelece que desde o anúncio público da OPA e até à publicação do resultado da oferta o OAd. deverá obter autorização prévia da AG para a prática de qualquer ato que possa impedir o êxito da oferta.

Na nova redação, no art. 182º/1, o legislador impõe como início do período da limitação o momento em que o OAd. tome conhecimento da decisão de lançamento da oferta, em consonância com a DirOPA, que incida sobre mais de 1/3 dos valores mobiliários da respetiva categoria e até ao apuramento do resultado ou até à cessação, em momento anterior.

Desta forma o fim da inibição coincidirá sempre com o término da oferta, não se estendendo a limitação para lá do período necessário à inibição, no entanto o início dos efeitos da norma poderão não coincidir necessariamente com o início da oferta, já que o seu prazo começa apenas com a publicação do anúncio preliminar e consequente registo da oferta pela CMVM. A inibição inicia-se, pelo menos no momento da revogada redação, com a receção do anúncio preliminar, mas poderá ter o seu início num momento anterior¹⁰⁰, ou seja, com a tomada de conhecimento do OAd. da decisão de lançamento da OPA, que o legislador presume que ocorra com a receção do anúncio e que pode acontecer ainda antes da sua publicação, já que a receção do anúncio preliminar pelo OAd. da sociedade visada só deverá ocorrer uns dias após a sua publicação nos termos do art. 175º.¹⁰¹ Pelo que, o OAd. poderá ficar limitado nos seus poderes ainda antes do início do período da oferta.

A antecipação do momento do início inibitório tem como principal objetivo proteger os interesses acima referidos, impedindo que o OAd. adote medidas defensivas que possam prejudicar os referidos interesses.

No entanto pode revelar-se de algum dificuldade prática determinar com exatidão o efetivo conhecimento, pelo OAd., da oferta por parte da sociedade visada¹⁰², sendo necessário conhecer os objetivos do oferente que apenas são publicitados, de forma segura, no anúncio preliminar; só então estão reunidas as condições para aferir os termos da sua limitação.

Poderá entender-se que o legislador europeu terá ido longe demais com a atual redação da norma,¹⁰³ uma vez que o critério utilizado atribui ao regime inibitório um grau de incerteza e insegurança jurídica quanto ao efetivo conhecimento da oferta pelo OAd. da

¹⁰⁰ (Guiné 2005:25)

¹⁰¹ (Vaz 2013:205)

¹⁰² (Guiné 2005:25)

¹⁰³ (Vaz 2013:207)

sociedade visada, frustrando inclusive a harmonização pretendida pela DirOPA ao permitir que cada EM possa ter um diferente regime.¹⁰⁴

Como vimos, a opção do legislador nacional foi a de estabelecer como momento do início da produção dos efeitos da inibição, a tomada do conhecimento por parte do OAd. da decisão de lançamento da OPA, equiparando esse conhecimento ao lançamento do anúncio preliminar. Nos termos do art. 175º/1 logo que tome a decisão de lançamento da oferta, o oferente deverá enviar o anúncio preliminar à CMVM, à sociedade visada e às entidades gestoras dos mercados regulamentados, devendo a mesma ser registada de imediato e ser requerido o registo da oferta no prazo de 20 dias (art. 175º/2 al. b)).

Resta aferir quanto a esta matéria se a nova redação permite a produção de efeitos limitativos sem dependência do anúncio preliminar, ou se, pelo contrário, poderá ser permitido ao oferente a frustração da oferta através de atos praticados num momento anterior ao do conhecimento efetivo da tomada de decisão de lançamento da oferta.

Para Jorge Brito¹⁰⁵ para que seja possível a aplicação da norma inibitória será necessário que estejam preenchidos dois conjuntos de pressupostos: o conhecimento de uma informação segura e razoavelmente completa e o conhecimento da iminência do lançamento da oferta.

O autor considera que não existindo ainda anúncio preliminar da oferta duas hipóteses limite se apresentam: a primeira em que não existe anúncio porque não existe ainda qualquer decisão de lançamento da oferta, releva em sentido negativo relativamente à aplicação da norma inibitória; e a segunda em que não existe anúncio preliminar, embora o processo de decisão já esteja concluído, porque o oferente não cumpriu atempadamente o dever de publicação do anúncio preliminar, previsto no art. 175º/1, não se justificando aqui, também, qualquer limitação face ao desvalor jurídico do referido comportamento.

Aponta, no entanto, para a necessidade de distinção de três tipos de situações intermédias¹⁰⁶: i) a decisão de lançamento ou não de uma OPA por parte do oferente ainda

¹⁰⁴ Já no regime espanhol anseia-se pela adoção da redação portuguesa alterando assim a atual que estabelece como limites temporais inicial a data do anúncio preliminar. Para (Villa 2010:90-91) face à concretização expressa do âmbito temporal há que equilibrar a inegável segurança jurídica da delimitação temporal da norma, com a possibilidade de prever um início anterior, direcionado à data em que os administradores da sociedade visada tenham razões para acreditar que uma oferta está iminente, o que possibilitaria que certos atos praticados pelos administradores nesse período fossem suscetíveis de ser anulados, se realmente se viesse a verificar o lançamento da OPA.

¹⁰⁵ (Pereira 2000:187)

¹⁰⁶ (Pereira 2000:183-188)

se encontra em fase estudo, pelo que o processo de formação da vontade ainda não está finalizado; ii) já existe intenção de lançamento de uma oferta, mas a sua decisão definitiva está dependente da verificação de um conjunto de condições prévias; iii) a decisão de lançamento já está tomada, mas o OAd. da sociedade oferente ainda se encontra, em prazo, em fase de preparação ou publicitação do anúncio preliminar, que permite que o OAd. tenha conhecimento da decisão de lançamento da oferta.

A. Decisão de lançamento ou não de uma OPA por parte do oferente ainda se encontra em fase de estudo

Relativamente à primeira hipótese, parece claro não haver lugar para aplicação do art. 182º. Não pode a mera hipótese de decisão de lançamento, numa fase em que ainda decorrem estudos e análise à tomada da decisão, consubstanciar uma hipótese subsumível ao regime da inibição.

Não existe ainda qualquer decisão firme de lançamento de uma oferta, nem sequer iminência de tal, pelo que, atendendo ao princípio da certeza jurídica e da razoabilidade, bem como à própria *ratio* da norma, tal hipótese não poderá ser abrangida pelo art. 182º.¹⁰⁷

Obviamente que o facto da referida conjectura não ativar a limitação do OAd. não implica que seja dada “carta verde” para que este possa tomar medidas de prevenção anti-OPA que sejam contra o interesse social, uma vez que os administradores deverão atuar no interesse da sociedade, recaindo inclusive sobre estes um dever de lealdade para com aquela (art. 64º/1 al. b) CSC).

B. Existe intenção de lançamento de uma oferta, mas a decisão definitiva está dependente da verificação de um conjunto de condições prévias

A análise desta hipótese revela-se mais intrincada, no entanto tem-se entendido, que também nesta situação, ainda não poderão operar os efeitos da limitação.

Relevam sobretudo os seguintes argumentos a favor da não aplicação da norma inibitória: i) não existência ainda de uma decisão finalizada, que se encontra em processo de formação, existindo apenas uma intenção de lançamento; ii) a sujeição ao período inibitório com uma mera intenção de lançamento perturbaria a sociedade por um período de tempo indefinido, ficando a mesma sob um regime de “gestão corrente”, revelando-se

¹⁰⁷ No mesmo sentido v. (Vaz 2013:209)

como única prejudicada a sociedade “alvo”; iii) a passagem da mera intenção à decisão de facto de lançamento da OPA poderia nunca vir a acontecer, sem que houvesse qualquer consequência pela colocação da sociedade em estado de “gestão corrente”; iv) por fim, refere o art. 182º/1, entre outros, os atos que possam afetar de modo significativo os interesses anunciados pelo oferente.

Não havendo anúncio preliminar, como se poderiam afetar os interesses anunciados pelo oferente? Será impossível ao OAd. determinar quais os atos que lhe estariam vedados, além de que teria de dar relevância a meros rumores que muitas vezes se poderiam revelar infundados.

No entanto para Jorge Brito Pereira¹⁰⁸ admitir a não aplicação da regra inibitória a este grupo de casos, iniciando-se a limitação apenas com o anúncio preliminar, seria contrário à intenção do legislador.

Com a nova redação, face ao anterior art. 575º/1, pretendeu-se claramente antecipar o momento da produção dos efeitos inibitórios, não sendo necessário para que tal opere, o conhecimento do anúncio preliminar. No entanto, para que se possa verificar tal situação, será necessário o preenchimento do conjunto de requisitos acima enunciados, de outra forma a sua aplicação revelar-se-ia injusta e revestiria uma total situação de insegurança jurídica.¹⁰⁹

Admite porém, que poderá ser de especial complexidade a produção de prova relativamente ao preenchimento dos pressupostos para aplicação prévia ao anúncio preliminar da inibição do OAd.

Contrariamente¹¹⁰, quanto a este segundo grupo de casos João Cunha Vaz¹¹¹ afirma a inaplicabilidade da regra do art. 182º/1 à semelhança do primeiro grupo de casos analisado, também aqui entende que pelo facto de ainda não existir uma decisão definitiva de

¹⁰⁸ (Pereira 2000:186)

¹⁰⁹ Pelo contrário, com o anúncio preliminar estamos perante uma manifestação contratual formada, firme e exteriorizada.

¹¹⁰ Também (Fragoso 2005:20) conclui, nestes casos, pela não aplicação da regra inibitória. «Entendemos que no artigo 182.º, n.º2, alínea a) do Código dos Valores Mobiliários, o legislador definiu de forma clara o que quis dizer com a expressão “*conhecimento do lançamento da oferta*” para efeitos do disposto no n.º 1, do mesmo artigo. Caso o legislador não quisesse que o conhecimento da decisão fosse a receção do anúncio preliminar bastava-lhe ter omitido a alínea a) do n.º 2, já que em termos gramaticais e lógicos as expressões “*conhecimento da decisão*” e “*recepção de anúncio do preliminar*” têm sentidos completamente distintos e perfeitamente determináveis.»

¹¹¹ (Vaz 2013:209)

lançamento de OPA, em nome da razoabilidade e da certeza jurídica, não deverá ser aplicada a regra inibitória.

Embora o legislador nacional tenha equiparado ao conhecimento do lançamento da oferta a receção do anúncio preliminar pela sociedade visada, estas duas situações poderão não coincidir, podendo a sociedade visada receber o anúncio preliminar num diferimento temporal bastante espaçado relativamente ao conhecimento do lançamento da oferta.¹¹²

C. Já existe decisão definitiva de lançamento, mas o oferente ainda se encontra, em prazo, em fase de preparação ou publicitação do anúncio preliminar, que permite que o OAd. tenha conhecimento da decisão de lançamento da oferta

Quanto à última hipótese está em causa um hiato temporal entre a decisão de lançamento da oferta aludida no art. 182º/1 e a receção do anúncio preliminar (art. 175º/1). Para Jorge Brito Pereira¹¹³ não existe dúvida quanto à aplicação da regra inibitória a este grupo de casos.

Ao contrário de João Cunha Vaz¹¹⁴ que entende ser discutível a salvaguarda dos interesses do oferente neste caso, entende que a decisão de lançamento está tomada e é conhecida, é uma decisão definitiva, pelo menos nos seus contornos essenciais, estando apenas o oferente em fase de preparação do anúncio preliminar ou da comunicação do mesmo, pelo que se impõe a proteção da referida decisão de lançamento através da limitação dos poderes da administração da sociedade visada. No entanto, para que tal aconteça, é necessário que estejam preenchidos os pressupostos do conhecimento da informação segura e razoavelmente completa e do conhecimento da iminência do lançamento de oferta.

Já João Cunha Vaz¹¹⁵ propõe a alteração da letra da lei no sentido de precisar o início do regime inibitório, que entende que começará, em regra, com o conhecimento do lançamento da oferta equiparável à receção do anúncio preliminar¹¹⁶ e nunca num momento eventualmente anterior. “Os riscos decorrentes do hiato temporal entre aquela

¹¹² Refere (Vaz 2013:209) que o legislador apenas equiparou estes dois momentos porque se presume que a receção do anúncio preliminar ocorre ao mesmo tempo que o conhecimento do lançamento da oferta, embora tal não signifique que ambas as situações possam ocorrer em momentos diferentes.

¹¹³ (Pereira 2000:187)

¹¹⁴ (Vaz 2013:209)

¹¹⁵ (Vaz 2013:209)

¹¹⁶ Relembre-se que apenas com receção ou publicação do anúncio preliminar a sociedade visada poderá conhecer quais os objetivos do oferente e determinar que atos poderão afetar esses mesmos objetivos.

tomada de decisão e a recepção do anúncio preliminar (...) deverão correr por conta do oferente, tanto mais que ele está desde logo obrigado a proceder ao seu envio à sociedade visada (...) e à sua publicação (...), bem como a guardar segredo sobre a preparação da oferta até essa publicação (...).”¹¹⁷

Assim sendo na redação da norma do art. 182º/1 deveria ser alterada a expressão “*tome conhecimento da decisão de lançamento*” para “*tome conhecimento do lançamento*”.

Afirma, ainda, que a limitação ao OAd. da sociedade visada apenas poderá ter efeito a partir do recebimento do anúncio preliminar por um critério de certeza jurídica. Assim a sociedade visada não deverá ser inibida nos seus poderes de administração enquanto não exista certeza do lançamento da OPA, o que para o autor só acontecerá com a publicitação do anúncio preliminar, altura em que o oferente passa a estar vinculado ao lançamento e registo da OPA, de acordo com o art.º 175º/2 al. a) e b).

Refira-se, ainda, que é ao oferente que cabe o interesse de fazer recair sobre a sociedade visada a inibição o mais cedo possível para que esta fique impedida de praticar atos conducentes à frustração dos seus objetivos.

No entanto não deixa o autor de reconhecer a possibilidade do OAd. da sociedade visada ter conhecimento da oferta e dos seus objetivos ainda antes da receção do anúncio preliminar, podendo inclusive suceder que esta, na posse de tal informação, pratique atos suscetíveis de frustrar a oferta.

Entende que, assim sendo, o lançamento da oferta é previsível e iminente necessitando apenas para fazer operar a regra inibitória que a sociedade oferente prove que a administração da sociedade visada tomou conhecimento efetivo da iminência da OPA e dos objetivos do oferente, estando assim em condições de fazer frustrar a oferta.¹¹⁸

¹¹⁷ (Vaz 2013:210-211)

¹¹⁸ Alerta (Fragoso 2005:23) que o facto de a sociedade visada obter conhecimento da decisão de lançamento da OPA naquela condição é um conhecimento obtido por via ilícita, uma vez que o art. 174º impõe ao oferente um dever de guardar segredo sobre a preparação da oferta até à publicação do anúncio preliminar, incorrendo, em caso de violação, num crime de abuso de informação, art. 378º.

No entanto, entende o autor que nesta hipótese não fica o oferente manietado relativamente a uma possível atuação defensiva da sociedade visada.

Como soluções importa ter presentes duas hipóteses que se afiguram possíveis:

O oferente conseguir descobrir o responsável pela fuga informativa, podendo então desistir do lançamento da OPA e processar criminal e civilmente o informador pelos danos causados.

Já para Luís Fragoso¹¹⁹ a sociedade visada só ficará limitada nos seus poderes de gestão com o recebimento do anúncio preliminar, pois só nessa altura é que terá conhecimento da decisão firme de que irá ser lançada uma oferta e, só então ficará a saber quais os objetivos anunciados pelo oferente.

Discorda o autor, em termos gerais das chamadas “hipóteses intermédias” sugeridas por Jorge Brito Pereira. A resposta à problemática de saber a partir de que momento se iniciam os efeitos da norma inibitória, resulta de uma interpretação sistemática do CVM, da conjugação dos arts. 534º e 182º e da confrontação destes com os arts. 534º/1 e 2 e 575º/1 do Cod1991.

Saliente-se que a anterior redação, no art. 575º/1, referia que a sociedade ficaria inibida após o recebimento do anúncio preliminar, referindo por sua vez o art. 534º/1 al. a) e b) que assim que o oferente tomasse a decisão definitiva de lançar a OPA, ficaria obrigado a publicar o anúncio preliminar e a entregar, mesmo antes da sua publicação uma cópia à sociedade visada, pelo que, da conjugação de ambas as disposições era claro o propósito do legislador em inibir a sociedade visada logo que recebesse a cópia do anúncio preliminar e antes da publicação do mesmo.¹²⁰

Já a redação do art. 182º/1 inibe o OAd. da sociedade visada a partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento da oferta pública de aquisição. Quanto ao art. 175º/1 impõe ao oferente que logo que a decisão de lançar a OPA esteja tomada, envie o anúncio preliminar à sociedade visada.¹²¹ Conjugando ambos os artigos, para o autor parece claro que a sociedade visada fica limitada nos seus poderes de gestão a partir da receção do anúncio preliminar, momento em que a sociedade visada toma conhecimento certo e seguro do lançamento da oferta.¹²²

O oferente detetar de onde partiu a fuga de informação e a sociedade visada ter adotado alguma medida defensiva, prevista no art. 378º/3, podendo processar penal e civilmente os titulares do OAd. da sociedade visada que lançaram mão de medidas defensivas.

¹¹⁹ (Fragoso 2005:20)

¹²⁰ (Fragoso 2005:19-20)

¹²¹ Para (Fragoso 2005:21) a nova redação vem fazer coincidir o momento da exteriorização da decisão de lançamento da OPA com o envio do anúncio preliminar para publicação, ao contrário da antiga redação que possibilitava um hiato temporal que permitia um desfasamento entre a entrega do anúncio preliminar à sociedade visada e a publicação do mesmo. Esta solução permite assim que a sociedade visada conheça de forma certa e segura que irá ser lançada uma oferta e que ficará limitada nos seus poderes quase em simultâneo com o momento da publicação.

¹²² Refere (Fragoso 2005:20) que “(...) da comparação dos dois regimes legais (...) não obstante a diferente técnica de redação dos seus artigos, a solução legal permanece a mesma, ou seja, a sociedade visada só fica inibida nos seus poderes após ter recebido o anúncio preliminar de lançamento de OPA”.

4.1 Do *términus* da limitação

Concluída a análise do início da limitação, resta-nos debruçar sobre o *términus* da limitação.

Prevê o art. 9º/2 §2 da DirOPA que a referida limitação dura enquanto o resultado da oferta não for tornado público ou a oferta não terminar.

Por sua vez o legislador nacional optou por limitar o OAd. até ao apuramento do resultado ou até à cessação, em momento anterior, do respetivo processo. O prazo da oferta poderá durar entre 2 a 10 semanas, podendo a CMVM prorrogar o prazo da mesma, em caso de revisão, lançamento de oferta concorrente ou quando a proteção dos interesses dos destinatários o justifique (art. 183º/1 e 2).

Parte da doutrina¹²³ alerta para a possível prematuridade do *términus* da oferta, uma vez que no hiato temporal que medeia entre o fim da oferta e a substituição da antiga administração, poderá a anterior praticar atos suscetíveis de por em causa os fins visados pelo oferente.

No entanto, como refere João Cunha Vaz¹²⁴ a questão colocada já não é uma matéria da tutela das regras protecionistas na fase da OPA, uma vez que o processo já terminou, tratando-se antes de uma matéria de deveres fiduciários, nomeadamente do cumprimento do dever geral de lealdade, enquadrando-se assim na tutela da responsabilidade dos administradores para com os sócios e terceiros, prevista no art. 79º CSC. Desta feita, apenas se justifica limitar o OAd. da sociedade visada até ao termo do processo da oferta.

Em suma, será necessário uma conciliação de interesses distintos, por um lado não estender demasiadamente o período de limitação de forma a não prejudicar a vida normal da sociedade – em respeito pelo princípio da não perturbação da atividade da sociedade para além do período razoável (art. 3º/1 al. f) DirOPA) – e por outro, acautelar os interesses do oferente em não ver diluído o valor das ações da sociedade visada e em salvaguardar os ativos desta, assim como, os interesses dos acionistas na liberdade de se pronunciarem sobre o mérito da oferta e participar no prémio de controlo.¹²⁵

¹²³ v. (Vaz 2013:212-213) e (Pereira 2000:188)

¹²⁴ (Vaz 2013:213)

¹²⁵ (Vaz 2013:214)

CONCLUSÕES

1. Com a OPA o oferente, ao contrário do que acontece noutros mecanismos - como o *ramassage* - dirige uma proposta contratual a todos os titulares de valores mobiliários, nas mesmas condições, assegurando assim o princípio da igualdade entre os titulares dos valores mobiliários da mesma espécie, objeto da oferta, conferindo a todos a possibilidade de partilha do prémio de controlo.

2. Apenas poderão ser alvo de uma oferta, as sociedades abertas, tipo societário muito discutido na doutrina, não sendo a sua definição de fácil alcance, uma vez que atribui o legislador somente critérios para a sua qualificação como aberta, no art. 13º.

3. A maior ou menor propensão de uma sociedade para ser alvo de uma OPA resulta essencialmente de dois tipos de fragilidades: económicas e jurídicas.

4. Na pendência da OPA fica o OAd. limitado nos seus poderes de gestão (art. 406º CSC). Este órgão em concertação com os acionistas de controlo poderia adotar medidas defensivas reativas, de forma a dificultar a aquisição do controlo societário e impedir a mudança da titularidade do OAd.

5. Com a imposição da regra da não frustração visa-se, essencialmente, por um lado garantir os interesses do oferente que não quer ver a sua oferta frustrada, por outro o interesse dos acionistas, titulares dos valores mobiliários visados, que poderão querer alienar os seus títulos realizando uma mais-valia a curto prazo.

6. A limitação verifica-se sempre que a oferta incida sobre mais de 1/3 dos valores mobiliários da respetiva categoria.

7. A adequação ou não do critério quantitativo é matéria de larga discussão doutrinal, sendo que a atual redação da lei deixa de fora um conjunto de situações, onde se deveria também assegurar o interesse das partes, através da imposição da norma inibitória.

8. Relativamente ao âmbito subjetivo, questiona-se a aplicação da norma às situações de relação de grupos societários – situação não prevista diretamente pelo legislador-, devendo separar-se as situações de domínio simples, onde parece pacífico não ser de aplicar a inibição, das situações de domínio total ou de contrato de subordinação em que efetivamente se verifica uma situação de sujeição ao poder instruendo da sociedade dominante.

9. Quanto ao período da limitação, no art. 3º al. f) da DirOPA, prevê-se a não perturbação da sociedade para além do período razoável em razão da oferta.

10. Mais à frente, o art. 9º/2 §2 *in fine*, estabelece que o OAd. deverá ficar limitado nos seus poderes, pelo menos a partir da receção da decisão de lançamento, deixando margem de manobra para que os EM possam antecipar esse momento.

11. Foi com base nessa abertura que o legislador nacional alterou a redação do anterior art. 575º/1 para o atual art. 182º que estabelece como critério de aplicação da norma o momento do conhecimento da decisão de lançamento da oferta. No entanto, o legislador nacional equipara a receção do anúncio preliminar ao momento do conhecimento, gerando grande divergência doutrinal quanto ao momento do início da produção de efeitos da norma.

12. Por fim, questiona-se o momento do *términus* da oferta com o apuramento do resultado ou cessação em momento anterior. Poderá ser prematura a inibição dos efeitos da norma, uma vez que até à substituição da antiga administração esta ficará habilitada a praticar atos suscetíveis de por em causa os fins visados pelo oferente.

BIBLIOGRAFIA

- Almeida, A. P. (2007). A reforma do Código das Sociedades Comerciais - Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura. In *Os Administradores Independentes*. Coimbra: Almedina.
- Almeida, A. P. (2013). *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados - vol I* (7ª ed., Vol. I). Coimbra: Coimbra Editora.
- Almeida, A. P. (2013). *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados - vol II* (7ª ed., Vol. II). Coimbra: Coimbra Editora.
- Antunes, J. A. (1993). *Os Grupos de Sociedades - Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*. Coimbra: Almedina.
- Antunes, J. A. (2009). *Os Instrumentos Financeiros*. Coimbra: Almedina.
- Antunes, J. E. (2013). *Direito das Sociedades: Parte Geral*. Porto: Edição de Autor.
- Câmara, P. (2011). As ofertas públicas de aquisição. In *Aquisição de Empresas* (pp. 157 - 210). Coimbra: Coimbra Editora.
- Câmara, P. (2011). *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (2ª ed.). Coimbra: Almedina.
- CMVM. (s.d.). *Guia do Investidor*. Obtido em Janeiro de 2015, de www.cmvm.pt
- Cordeiro, A. M. (1994). Da Tomada de Sociedades (Takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa. *Revista da Ordem dos Advogados*, pp. 761-777.
- Cordeiro, A. M. (1998). A OPA Estatutária como Defesa contra Tomadas Hostis. *Revista da Ordem dos Advogados, I*, pp. 133-145.
- Cordeiro, A. M. (Novembro de 2004). *Ordem dos Advogados*. Obtido em Fevereiro de 2015, de www.oa.pt

- Cordeiro, A. M. (2007). Os Deveres Fundamentais dos Administradores das Sociedades (Artigo 64.º/1 do CSC). In *A Reforma do Código das Sociedades Comerciais* (pp. 19-60). Almedina.
- Cornelli, F., Kominek, Z., & Ljungqvist, A. (20 de February de 2012). *Monitoring Managers: Does it Matter?* Obtido em Dezembro de 2014, de SSRN - Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=1507762>
- Couto, A. S. (Dezembro de 2006). *Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA*. Obtido em Março de 2014, de www.cmvm.pt
- Davies, P., Schuster, E.-P., & de Ghelcke, E. v. (February de 2010). *The Takeover Directive as a Protectionist Tool?* Obtido de <http://ssrn.com/abstract=1554616>
- de Oliveira, H. S., Lopes, C. T., & e Cunha, C. d. (Maio de 2006). *Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas*. Obtido em Fevereiro de 2015, de www.otoc.pt
- Eisenberg, M. A. (2005). *The Duty of Good Faith in Corporate Law*. Obtido em 2015, de SSRN - Social Science Research Network: <http://ssrn.com/abstract=899212>
- Ferrarini, G., & Miller, G. P. (2010). *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*. Obtido em Dezembro de 2014, de <http://www.ssrn.com/abstract=1497083>
- Ferreira, B. (Dezembro de 2008). *Os Deveres de Cuidado dos Administradores e Gerentes*. Obtido em 2015, de CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários: www.cmvm.pt
- Fragoso, L. (Março de 2005). Obtido em Janeiro de 2015, de Verbo Juridico: www.verbojuridico.com
- Garcia, A. T. (1995). *OPA Da Oferta Pública de Aquisição e Seu Regime Juridico*. Coimbra: Coimbra Editora.

- Guiné, O. V. (Dezembro de 2005). A Transposição de Directiva 2004/25/CE e a Limitação dos Poderes do Órgão de Administração da Sociedade Visada. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* n.º 22, pp. 21-46.
- Guiné, O. V. (2009). *Da Conduta (Defensiva) da Administração "Opada"*. Coimbra: Almedina.
- Guiné, O. V. (Ano 66, I, 2006). A responsabilização solidária nas relações de domínio qualificado. *Revista da Ordem dos Advogados*, pp. 295-325. Obtido em 29 de Maio de 2015, de www.oa.pt
- Liu, H.-W. (2011). *The Non-Frustration Rule of The UK City Code on takeover and mergers and related agency problems: what are the implications for the EC takeover directive?* Obtido em janeiro de 2015, de www.cjel.net
- Maia, P. (2002). Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima. *Studia Iuridica*.
- Monteiro, J. S., & de Sá, A. (Ano 1 - N.º1 - 1998). Do Combate a Uma OPA em Curso. *Revista Juridica da Universidade Moderna*, pp. 407-459.
- Pereira, J. B. (2000). A limitação dos poderes da sociedade visada durante o processo e OPA. In *Direito dos Valores Mobiliários* (Vol. II, pp. 175-202). Coimbra Editora.
- Ribeiro, M. d. (Junho de 2007). Sociedades Abertas, valores mobiliários e intermediação financeira. *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, pp. 11-29.
- Silva, J. G., Antas, L., Costa, M. S., & Silveira, R. (2007). *Os Administradores Independentes das Sociedades Cotadas Portuguesas*. Obtido em Abril de 2015, de Instituto Português de Corporate Governance: http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/livro_i_da_comisso_juridica.pdf
- Silva, P. C. (2005). *Direito dos Valores Mobiliários - Relatório*. Lisboa: Coimbra Editora.

- Silva, P. C. (2005). O Administrador Independente. In I. d. Mobiliários (Ed.), *Direito dos Valores Mobiliários* (Vol. VI). Coimbra Editora.
- Vaz, J. C. (2000). *As OPA na União Europeia Face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Almedina.
- Vaz, J. C. (2013). *A OPA e o Controlo Societário - A regra de Não Frustração*. (Almedina, Ed.) Coimbra.
- Villa, D. R. (2010). *Los limites legales a la actuación de los administradores de la sociedad opada (Art. 60 bis LMV y desarrollo regulamentario)*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi, SA.